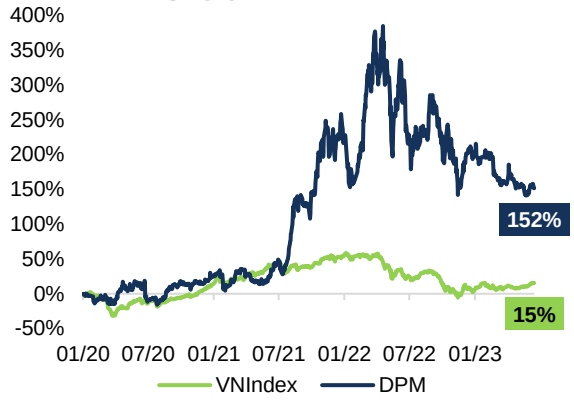
TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ-CTCP (HSX: DPM)

Nguyễn Đức Thành Nhân
Trưởng nhóm phân tích
Email: nhanndt@fpts.com.vn
Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7580

Giá tại ngày 16/06/2023 (đồng/cp):	**32.600**	**Khuyến nghị**
Giá mục tiêu (đồng/cp):	**33.500**	**THEO DÕI**
Chênh lệch:	**+2,8%**	

Người phê duyệt báo cáo:
Nguyễn Thị Kim Chi
Giám đốc phân tích đầu tư

Biến động giá DPM và VNIndex



Thông tin giao dịch	16/06/2023
Giá hiện tại (đồng/cp)	32.600
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	52.650
Giá thấp nhấp 52 tuần (đồng/cp)	31.200
Số lượng CP niêm yết (cp)	391.400.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	391.334.260
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	2.568.140
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.757,5
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	9.535
P/E trailing 12 tháng (lần)	3,42x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí-CTCP
Địa chỉ	Số 43 Mạc Đĩnh Chi, P. Đa Kao, Q.1, Tp.HCM
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại phân bón vô cơ và hóa chất
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Giá khí đầu vào biến động mạnh, El Nino ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ phân bón

ÁP LỰC KÉP TỪ ĐẦU VÀO VÀ ĐẦU RA

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2023 *(Chi tiết)*

- Doanh thu thuần đạt 3.264,7 tỷ đồng (-44,0% YoY) và LNST đạt 262,3 tỷ đồng (-87,7% YoY). Kết quả kinh doanh kém tích cực đến từ việc giá bán đầu ra ở tất cả các sản phẩm chính giảm mạnh, như Urê (-43,6% YoY), NPK (-8,6% YoY), phân bón thương mại (-15,8% YoY) và NH3 (-27,5% YoY).
- Biên LNG đạt 16,0% (-32,4% đpt YoY) và biên LNST đạt 9,2% (-34,1% đpt YoY) đến từ (1) giá bán Urê và NH3 giảm mạnh và (2) giá khí đầu vào tăng mạnh. Trong đó, giá khí đầu vào Q1/2023 trung bình đạt 10,0 USD/mmBTU, +14,7% YoY.

TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2023 *(Chi tiết)*

- Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh năm 2023 của DPM sẽ không hoàn thành kế hoạch do kế hoạch năm 2023 được xây dựng vào thời điểm giá phân bón đang ở mức cao. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 14.146 tỷ đồng (81,4% KH và -24,1% YoY) và LNST đạt 1.759 tỷ đồng (78,2% KH và -69,0% YoY). Nguyên nhân không đạt được kế hoạch là do tác động tiêu cực kép từ giá bán đầu ra (-35,3% YoY) và giá khí đầu vào (+1,2% YoY).
- Giá bán Urê năm 2023 ước tính đạt 10.000 đồng/kg (-35,3% YoY) dựa theo xu hướng của giá thế giới. Mức giá trung bình này cao hơn 3,4% YoY so với Q1/2023 nhờ giá Urê dự kiến sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2023. Điều này xuất phát từ nhu cầu phân bón thế giới thường cao hơn trong nửa cuối năm và nguồn cung sản xuất ở EU dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp.
- Giá khí đầu vào năm 2023 ước tính đạt 8,99 USD/mmBTU (+1,2% YoY) do chi phí vận chuyển tăng cao, ước tính đạt 3,25 USD/mmBTU (+36,55% YoY).

KHUYẾN NGHỊ *(Chi tiết)*

- Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu DPM là **33.500 đồng/cp**, cao hơn 2,8% so với mức giá đóng cửa ngày 16/06/2023. Chúng tôi nhận thấy có sự thay đổi trọng yếu về việc giá khí đầu vào tăng cao so với Báo cáo định giá ngày 14/03/2023, do đó chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA xuống **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DPM. Nhà đầu tư có thể xem xét chốt lời cổ phiếu DPM khi giá cổ phiếu chạm vào mức giá mục tiêu trên.

RỦI RO ĐẦU TƯ *(Chi tiết)*

- El Nino tác động tiêu cực đến nhu cầu phân bón

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH, TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG Q1/2023 (Quay lại)

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2023	Q1/2022	% YoY	Diễn giải
Doanh thu thuần	**3.264,7**	**5.829,1**	**-44,0%**	
1. Phân bón sản xuất				**Phân Urê:** Doanh thu Q1/2023 giảm -51,3% YoY do sự suy giảm về sản lượng lẫn giá bán. Sản lượng tiêu thụ Urê trong Q1/2023 đạt 231,2 nghìn tấn (-13,7% YoY). Nguyên nhân là do (1) xuất khẩu suy giảm mạnh -56,5% YoY, bởi việc mở rộng về nguồn cung và thu hẹp về nhu cầu; và (2) nhu cầu nội địa phục hồi ở mức thấp +11,8% YoY, bởi diễn biến trái chiều giữa giá gạo và giá phân bón.
- Phân Urê	*2.062,2*	*4.234,9*	*-51,3%*	Giá bán trung bình đạt 9.674 đồng/kg (-43,6% YoY), hạ nhiệt bởi (1) nguồn cung xuất khẩu gia tăng ở Trung Quốc, Nigeria và Brunei, (2) nhu cầu Urê ở mức thấp, và (3) chính sách thương mại kìm hãm giá Urê của EU và Nga.
- Phân NPK	*237,8*	*498,2*	*-52,3%*	**Phân NPK:** Doanh thu Q1/2023 giảm -52,3% YoY, chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm mạnh -47,8% YoY, đạt 17,7 nghìn tấn. Nguyên nhân là do tâm lý e ngại trong việc mua hàng của nông dân và đại lý phân phối trước bối cảnh giá phân NPK giảm liên tục và chưa tìm thấy đáy. Giá bán trung bình đạt 13.445 đồng/kg (-8,6% YoY), giảm theo giá phân đơn đầu vào, tuy nhiên ở mức thấp hơn do phân NPK sẽ điều chỉnh có độ trễ so với giá phân đơn.
2. Phân bón thương mại	*645,9*	*635,8*	*+1,5%*	**Phân bón thương mại:** Doanh thu Q1/2023 tăng +1,5% YoY. Trong đó, sản lượng tiêu thụ đạt 64,2 nghìn tấn (+20,7% YoY), do tình hình nhập khẩu phân Kali và DAP trong Q1/2022 gặp khó khăn khi chuỗi cung ứng bị đứt gãy. Giá bán trung bình đạt 10.059 đồng/kg (-15,8% YoY), giảm theo xu hướng giảm của giá phân bón thế giới.
3. Hóa chất sản xuất				
- NH3	*177,4*	*345,4*	*-48,7%*	**NH3:** Doanh thu Q1/2023 giảm -48,7 YoY do sản lượng và giá bán đều giảm mạnh. Cụ thể, giá bán NH3 trung bình đạt 20.963 đồng/kg (-27,5% YoY), giảm theo giá khí ở khu vực EU. Sản lượng tiêu thụ giảm -29,2% YoY, trung bình đạt 11,7 nghìn tấn.
Lợi nhuận gộp	**522,9**	**2.822,6**	**-81,5%**	Lợi nhuận gộp Q1/2023 giảm mạnh -81,5% YoY so với mức nền cao của Q1/2022. Tỷ suất LNG Q1/2023 đạt 16,0% (-32,4 đpt YoY) do (1) giá bán các sản phẩm chính hạ nhiệt, đặc biệt là Urê và NH3 và (2) giá khí đầu vào tăng mạnh. Cụ thể, giá khí đầu vào (bao gồm VAT) Q1/2023 đạt 10,0 USD/mmBTU, +14,7% YoY.
Doanh thu tài chính	70,2	46,7	+50,4%	
Chi phí tài chính	25,7	28,1	-8,6%	
Chi phí lãi vay	*16,6*	*15,8*	*+4,9%*	
Chi phí bán hàng	174,2	218,2	-20,2%	
Chi phí QLDN	94,0	102,7	-8,4%	
LN từ HĐKD	**299,2**	**2.520,3**	**-88,1%**	
LN trước thuế	**300,9**	**2.522,1**	**-88,1%**	
LN sau thuế	**262,3**	**2.126,2**	**-87,7%**	

Các tỷ lệ biên	Q1/2023	Q1/2022	% YoY
Tỷ suất LNG	16,0%	48,4%	-32,4% đpt
DT tài chính/DTT	2,2%	0,8%	+1,3% đpt
CP bán hàng/DTT	5,3%	3,7%	+1,6% đpt
CP QLDN/DTT	2,9%	1,8%	+1,1% đpt
Tỷ suất LNTT	9,2%	43,3%	-34,1% đpt

Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp và ước tính

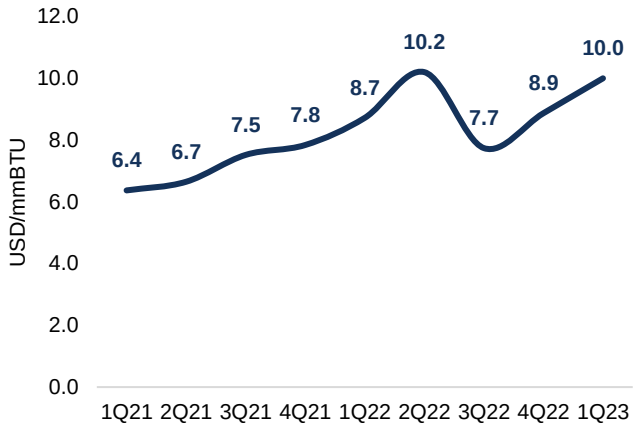
1. Biên lợi nhuận gộp sụt giảm -32,4% đpt YoY do giá Urê và giá khí diễn biến trái chiều

▶ Giá khí đầu vào tăng +14,7% YoY do sử dụng nguồn khí có chi phí cao

Theo cơ chế phân bổ nguồn khí, PV GAS sẽ ưu tiên cho DPM lượng khí từ mỏ Bạch Hổ - Rồng Đồi Mồi (của bể Cửu Long), phần còn thiếu sẽ được cấp bù từ mỏ khác thuộc bể Cửu Long và mỏ Nam Côn Sơn. Theo DPM chia sẻ, sản lượng khí DPM nhận được trong Q1/2023 được cấp 100% từ mỏ khác thuộc bể Cửu Long - mỏ khí có chi phí vận chuyển cao nhất, ước tính đạt 4,5 USD/mmBTU trong Q1/2023. Điều này khiến cho giá khí của DPM đạt 10,0 USD/mmBTU (+14,7% YoY và +12,7% QoQ) do chi phí vận chuyển cao hơn 89% so với mức trung bình trong năm 2022 ~2,38 USD/mmBTU (đã bao gồm khoản hồi tố cước phí vận chuyển trong năm 2022), mặc dù giá dầu FO trong Q1/2023 giảm 25,6% YoY.

Giá dầu Brent và FO (2021-2023)

Giá khí (gồm VAT) DPM (2021-2023)

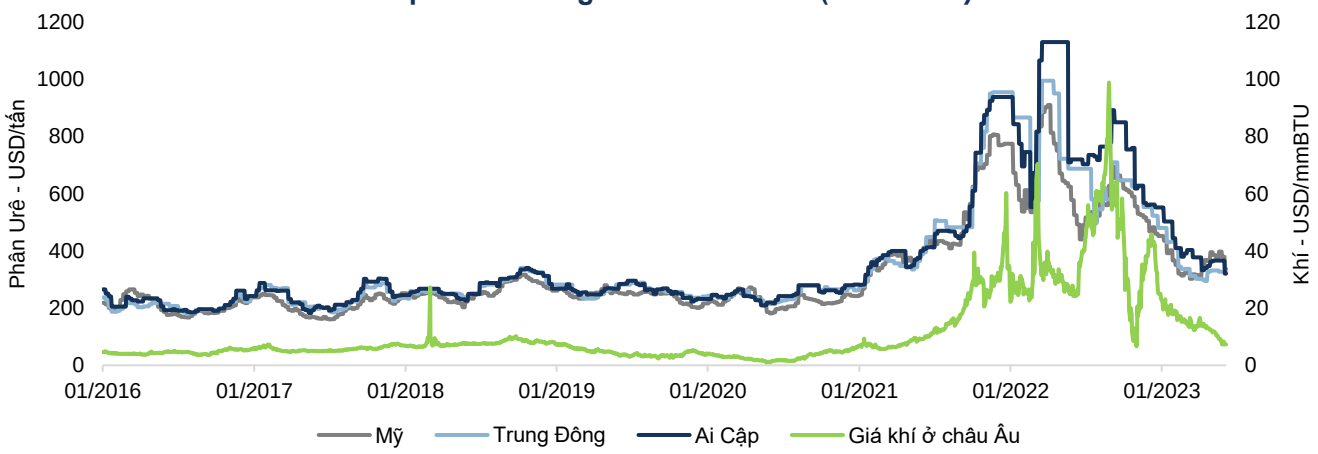


**Giá khí Q2/2022 của DPM đã bao gồm khoản hồi tố cước phí vận chuyển giai đoạn 2014-2018 cho PV GAS*

Nguồn: Bloomberg, DPM, FPTS tổng hợp

▶ Giá bán Urê giảm mạnh -43,6% YoY, biên lợi nhuận gộp sụt giảm -32,4% YoY

Giá phân Urê và giá khí ở châu Âu (2016-2023)



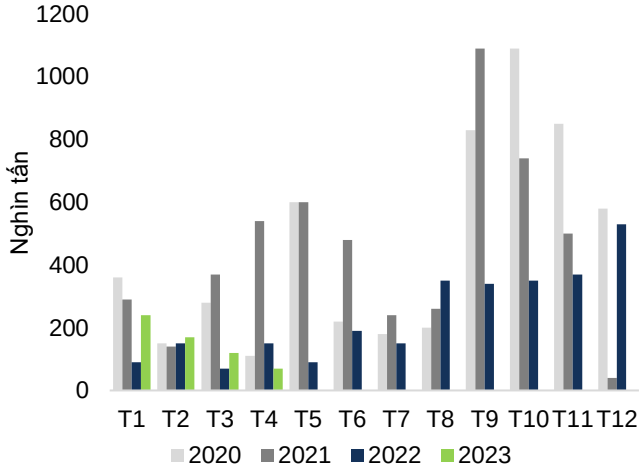
Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

Giá Urê thế giới (trung bình của 3 khu vực Mỹ, Trung Đông và Ai Cập) hiện đang ở mức 328 USD/tấn, giảm liên tục kể từ T09/2023, với mức giảm ~56% so với mức đỉnh giữa T09/2023. Nguyên nhân là do (1) nguồn cung xuất khẩu gia tăng ở Trung Quốc (nhờ nới lỏng kiểm tra hải quan), Nigeria và Brunei (nhờ việc mở rộng/mở mới công

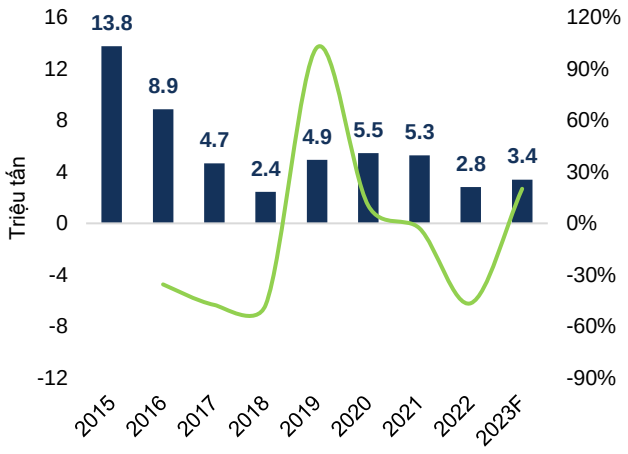
suất với chi phí sản xuất thấp); (2) nhu cầu Urê ở mức thấp; và (3) chính sách thương mại kìm hãm giá Urê của khu vực EU và Nga.

Xét về nguồn cung trong Q1/2023, nguồn cung xuất khẩu gia tăng ở Nigeria và Brunei khi Dangote (Nigeria) bắt đầu đưa nhà máy thứ 2 với công suất 1,3 triệu tấn/năm (trong tổng công suất 2,6 triệu tấn/năm của 2 nhà máy) vào hoạt động từ T07/2022, và BFI (Brunei) vận hành thương mại nhà máy mới với công suất 1,365 triệu tấn/năm từ T01/2022. Đối với Trung Quốc (chiếm 10,1% sản lượng xuất khẩu Urê toàn cầu năm 2021), nước này gia tăng xuất khẩu trở lại nhờ thời gian kiểm tra hải quan đã rút ngắn từ 90 ngày xuống còn 45-60 ngày ở một số khu vực phía Đông và phía Bắc của Trung Quốc, khiến sản lượng xuất khẩu của TQ trong 4T2023 tăng 30,4% YoY, đạt 600 nghìn tấn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng tình hình xuất khẩu Urê của Trung Quốc năm 2023 sẽ khởi sắc hơn, với sản lượng xuất khẩu ước đạt 3,4 triệu tấn (+20,1% YoY), nhờ thời gian kiểm tra hải quan sẽ giảm xuống còn 30 ngày kể từ T05/2023. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng sản lượng xuất khẩu trong năm 2023 sẽ khó quay trở lại so với giai đoạn trước năm 2022 do Trung Quốc vẫn theo đuổi chính sách thắt chặt xuất khẩu phân bón.

Sản lượng xuất khẩu phân Urê của Trung Quốc (2020-2023)



Sản lượng xuất khẩu phân Urê của Trung Quốc (2015-2023F)



Nguồn: Cục Hải quan Trung Quốc, FPTS tổng hợp và ước tính

Xét về nhu cầu trong Q1/2023, nhu cầu tiêu thụ Urê ở các khu vực lớn (EU, Mỹ, Brazil) và nhu cầu nhập khẩu ở Ấn Độ vẫn ở mức thấp mặc dù giá Urê đã hạ nhiệt. Ở khu vực EU và Mỹ, nhu cầu giảm do tâm lý e ngại trong việc mua hàng của người nông dân và nhà phân phối trước bối cảnh giá Urê giảm liên tục và chưa tìm thấy đáy, trong khi ở Brazil, nhu cầu Urê thường nằm trong nửa cuối năm. Riêng khu vực Ấn Độ, nhu cầu nhập khẩu của quốc gia này trong Q1/2023 giảm -58% YoY, đạt 1,34 triệu tấn do việc thúc đẩy sản xuất trong nước, với sản lượng gia tăng +17% YoY, đạt 7,4 triệu tấn.

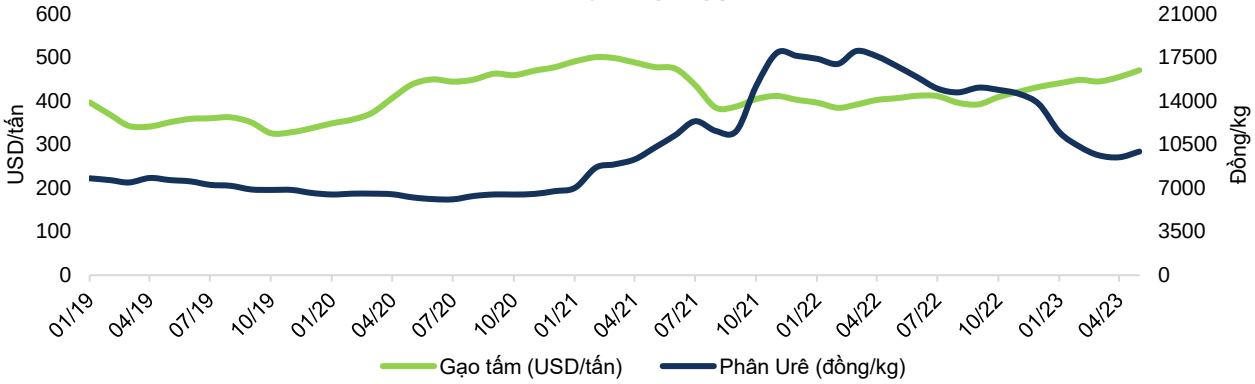
Xét về chính sách thương mại, một số khu vực Urê lớn như EU và Nga đã đưa ra chính sách góp phần kìm hãm giá Urê thế giới. Đối với khu vực EU (chiếm 9,0% trong tổng sản lượng nhập khẩu Urê toàn cầu năm 2021), khu vực này đã tạm thời xóa bỏ mức thuế nhập khẩu 6,5% đối với phân Urê trong giai đoạn 16/12/2022-16/06/2023, ngoại trừ nhập khẩu từ Nga và Belarus – hai quốc gia đang bị EU áp đặt các lệnh trừng phạt. Động thái này sẽ thúc đẩy các nguồn nhập khẩu mới như Mỹ, Trung Đông, Nigeria và Đông Nam Á, qua đó gây áp lực giảm giá đối với các nguồn từ Ai Cập và Algeria, vốn được miễn thuế nhờ các hiệp định thương mại tự do với EU. Đối với Nga (chiếm 13,3% sản lượng Urê xuất khẩu toàn cầu năm 2021), việc áp dụng thuế xuất khẩu 23,5% trong cả năm 2023 đối với phân Urê cho phần giá xuất khẩu vượt quá 450 USD/tấn sẽ khuyến khích giá phân Urê xuất khẩu của Nga sẽ neo ở mức dưới 450 USD/tấn. Chúng tôi cho rằng mức 450 USD/tấn sẽ là mức chặn trên đối với giá phân Urê trong năm 2023, bởi mức giá này vẫn mang lại lợi nhuận tương đối lớn đối với các doanh nghiệp sản xuất Urê tại Nga khi giá thành sản xuất của nước này chỉ xấp xỉ ở mức 150 USD/tấn, thấp hơn nhiều so với mức 450 USD/tấn.

Giá bán Urê của DPM trong Q1/2023 đạt 9.674 đồng/kg, giảm -43,6% YoY, do có diễn biến tương đồng với giá Urê thế giới. Như vậy, biên lợi nhuận gộp của DPM trong Q1/2023 chỉ đạt 16,0% (-32,4 đpt YoY) do áp lực từ (1) giá bán Urê hạ nhiệt và (2) giá khí đầu vào tăng mạnh.

2. Sản lượng tiêu thụ giảm -13,7% YoY do xuất khẩu suy giảm mạnh và nhu cầu nội địa phục hồi thấp

Sản lượng tiêu thụ Urê trong Q1/2023 đạt 231,2 nghìn tấn (-13,7% YoY), do sản lượng xuất khẩu giảm -56,5% YoY, đạt ~40 nghìn tấn, trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước phục hồi ở mức thấp +11,8% YoY. Nhu cầu xuất khẩu giảm mạnh đến từ tình hình phân bón thế giới có sự gia tăng về nguồn cung và suy giảm về nhu cầu như đã phân tích ở trên. Trong khi đó, nhu cầu phân bón nội địa trong Q1/2023 có sự phục hồi nhẹ, nhờ diễn biến trái chiều giữa giá nông sản, đặc biệt là giá gạo (+13,8% YoY), và giá phân bón (-40,1% YoY) giúp khả năng chi trả phân bón của người nông dân được cải thiện.

Giá bán lẻ Urê Phú Mỹ và giá gạo tấm (2019-2023)



Nguồn: Agromonitor, World Bank, FPTS tổng hợp

II. TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2023

1. Triển vọng – Kém khả quan đến từ tác động tiêu cực kép từ giá bán đầu ra và giá khí đầu vào (Quay lại)

Bảng 1: Dự phóng kết quả kinh doanh và kế hoạch kinh doanh năm 2023 của DPM

Chỉ tiêu	Dự phóng 2023	KH 2023	% Dự phóng/KH 2023
Doanh thu (tỷ đồng)	**14.146**	**17.372**	**81,4%**
LNST (tỷ đồng)	**1.759**	**2.250**	**78,2%**
- Tiêu thụ Urea (nghìn tấn)	*800*	*800*	*100,0%*
- Giá bán Urea (đồng/kg)	*10.000*	*12.000*	*83,3%*
- Giá khí (USD/mmBTU)	*9,0*	*8,9*	*101,1%*

Kế hoạch kinh doanh năm 2023 của DPM được xây dựng vào thời điểm nửa cuối năm 2022 khi giá phân bón vẫn ở mức cao, dựa trên kịch bản giá bán Urê đạt 12.000 đồng/kg và giá khí đầu vào 8,9 USD/mmBTU. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh năm 2023 của DPM sẽ không hoàn thành kế hoạch, với doanh thu thuần đạt 14.146 tỷ đồng (81,4% KH và -24,1% YoY) và LNST đạt 1.759 tỷ đồng (78,2% KH và -69,0% YoY). Hai nguyên nhân chính dẫn đến kết quả kinh doanh năm 2023 không đạt như kỳ vọng là do (1) giá bán Urê thấp hơn so với kế hoạch (83,3% KH) và (2) giá khí cao hơn so với kế hoạch (101,1% KH). Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ năm 2023 đạt 800 nghìn tấn (100% KH). Các dự phóng trên được chúng tôi phân tích cụ thể như sau:

▶ **Giá khí đầu vào năm 2023 ước tính tăng +1,2% YoY do chi phí vận chuyển tăng cao**

Sau thông báo của OPEC+ vào 04/06/2023 về việc kéo dài thời gian cắt giảm sản lượng dầu thô đến năm 2024, EIA dự báo tồn kho dầu toàn cầu sẽ giảm dần trong các quý tiếp theo. Đây sẽ là động lực thúc đẩy giá dầu thô tăng dần cho tới cuối năm 2024. EIA dự báo giá dầu Brent sẽ ở mức 79 USD/thùng trong 2H2023 trước khi tăng lên mức 84 USD/thùng vào năm 2024.

Chúng tôi dự phóng giá khí đầu vào của DPM trong năm 2023 ước tính đạt 8,99 USD/mmBTU (+1,24% YoY). Trong đó, chi phí vận chuyển và phân phối khí của DPM trong năm 2023 được ước tính đạt 3,25 USD/mmBTU

(+36,55% YoY), thấp hơn mức 4,5 USD/mmBTU trong Q1/2023, với kỳ vọng DPM có thể sử dụng nguồn khí rẻ hơn kể từ Q2/2023 trở đi.

Bên cạnh đó, chúng tôi xây dựng kịch bản dự phóng giá khí năm 2023F–2026F dựa trên các giả định sau:

➢ Giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu Brent được dự báo bởi EIA.

➢ Phí vận chuyển và phân phối khí các năm tiếp theo dự kiến tăng 0,05 USD/mmBTU/năm khi tỷ trọng các nguồn khí giá rẻ giảm dần.

Bảng 2: Kịch bản dự phóng giá khí đầu vào của DPM giai đoạn 2023–2026F

Dự phóng cơ sở	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Giá dầu Brent (USD/thùng)	70,89	100,94	79,54	83,51	80,00	80,00
Giá dầu FO (USD/tấn)	415,3	502,4	434,5	455,2	436,9	436,9
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	4,70	5,69	4,92	5,16	4,95	4,95
Phí vận chuyển (USD/MMBTU)	1,79	2,38*	3,25	3,30	3,35	3,40
Biến động cước phí vc (% YoY)	*+9,57%*	*+33,26%*	*+36,55%*	*+1,54%*	*+1,52%*	*+1,49%*
Giá khí (bao gồm VAT)	7,14	8,88	8,99	9,30	9,13	9,18
Biến động giá khí (% YoY)	*+44,56%*	*+24,37%*	*+1,24%*	*+3,48%*	*-1,86%*	*+0,60%*

** Bao gồm khoản hồi tố cước phí vận chuyển giai đoạn 2014-2018 cho PV GAS trong Q2/2022*

Nguồn: EIA, DPM, FPTS ước tính và dự phóng

▶ Giá bán Urê năm 2023 dự kiến giảm -35,3% YoY, phục hồi ở mức thấp so với Q1/2023

Chúng tôi ước tính giá bán Urê trong năm 2023 đạt 10.000 đồng/kg (-35,3% YoY), cao hơn 3,4% YoY so với Q1/2023, dựa trên giả định giá Urê dự kiến sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2023. Điều này xuất phát từ nhu cầu phân bón thế giới thường cao hơn trong nửa cuối năm (yếu tố mùa vụ), đặc biệt ở 2 thị trường nhập khẩu phân bón lớn nhất thế gới là Brazil và Ấn Độ *(Xem thêm Phụ lục 1: Mùa vụ tiêu thụ phân bón ở các khu vực lớn).* Hơn nữa, nguồn cung sản xuất ở EU dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp, do giá thành sản xuất Urê ở khu vực này vẫn ở mức 380-390 USD/tấn (với chi phí giá khí ở EU hiện đạt 14 USD/mmBTU), cao hơn nhiều so với chi phí nhập khẩu Urê từ Ai Cập. Do đó, công suất Urê ở EU vẫn sẽ chưa được cải thiện mặc dù giá khí ở EU đã hạ nhiệt. Với giá bán đầu ra và giá khí đầu vào diễn biến trái chiều, chúng tôi ước tính biên LNG của DPM đạt 21,1% (-20,9 đpt YoY) và biên LNST đạt 12,2% (-17,7% đpt YoY).

Trong giai đoạn 2024-2026F, chúng tôi dự phóng giá Urê của DPM sẽ giảm dần xuống mức 8.500 đồng/kg, do (1) việc mở rộng công suất đáng kể Urê trong giai đoạn 2021-2023, với công suất tăng thêm dự báo khoảng 24,6 triệu tấn/năm, tập trung ở Ấn Độ, Nigeria, Nga và Trung Quốc và (2) các dự án này sẽ cần thời gian để đi vào vận hành ổn định.

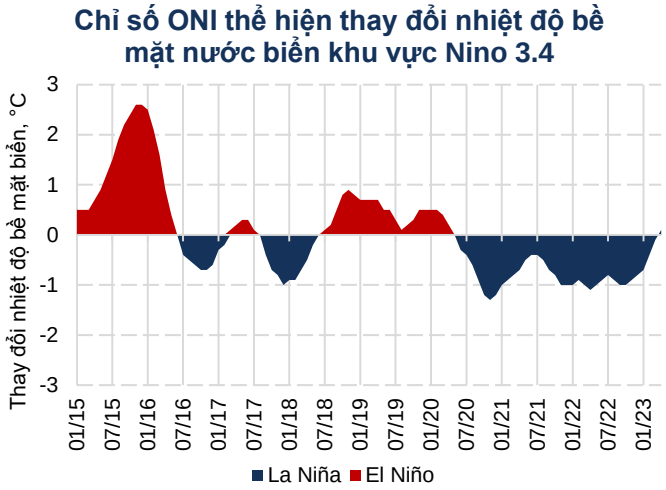
▶ Sản lượng tiêu thụ đi ngang nhờ nhu cầu tiêu thụ nội địa phục hồi bù đắp sụt giảm trong xuất khẩu

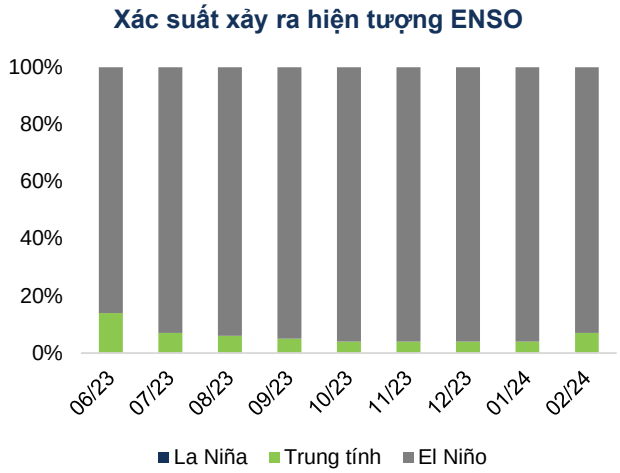
Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ phân Urê của DPM trong năm 2023 sẽ xấp xỉ so với mức năm 2022, đạt 800 nghìn tấn (+1,1% YoY) nhờ nhu cầu tiêu thụ phân Urê nội địa dự kiến sẽ phục hồi trở lại kể từ Q2/2023 trở đi. Nhu cầu phục hồi đến từ (1) giá Urê đã tạo đáy và thiết lập 1 mặt bằng giá ổn định hơn giúp cởi bỏ tâm lí e ngại khi nhập hàng của các đại lý phân bón và (2) giá nông sản kỳ vọng vẫn giữ ở mức cao, đặc biệt là giá gạo năm 2023 được World Bank dự báo tăng +26,1% YoY, đạt 510 USD/tấn. Tuy nhiên, chúng tôi không dự phóng sản lượng tiêu thụ tăng cao trong năm 2023 do DPM phải bảo dưỡng tổng thể (định kỳ 2 năm 1 lần) 26 ngày trong giai đoạn 28/03-22/04/2023. Trong giai đoạn 2024-2026F, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của DPM ổn định ở mức 820 nghìn tấn (102,5% CSTK).

2. Rủi ro – El Nino trở lại dự kiến tác động tiêu cực đến nhu cầu phân bón trong nước vào cuối năm 2023 *(Quay lại)*

Theo CPC, hiện tượng La Nina sau khi kéo dài từ T08/2021 đã chính thức chấm dứt kể từ T01/2023, trước khi chuẩn bị bước sang pha El Nino với xác suất xảy ra rất cao. Trạng thái El Nino tại Việt Nam sẽ khiến thời tiết khô hạn hơn và mùa khô kéo dài lâu hơn, qua đó gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động canh tác và làm giảm nhu cầu bón phân. Chúng tôi nhận thấy hiện tượng El Nino đã có những tác động tiêu cực đến một số vùng canh tác

ở khu vực phía Bắc, đặc biệt ở những nơi phụ thuộc hoàn toàn vào tự nhiên mà không có nguồn nước dự trữ sẵn. Bên cạnh đó, El Nino cũng gây ra trình trạng hạn mặn xâm nhập sâu cao hơn vào đất liền trong mùa khô (kéo dài từ tháng 11 đến tháng 4 năm sau) ở khu vực Tây Nam Bộ, gây ảnh hưởng lớn đến diện tích gieo trồng, từ đó tác động đến nhu cầu phân bón. Chúng tôi cho rằng hiện tượng El Nino sẽ bắt đầu có ảnh hưởng đáng kể đến nhu cầu tiêu thụ phân bón kể từ cuối năm 2023 - thời điểm bắt đầu mùa khô ở khu vực Tây Nam Bộ.





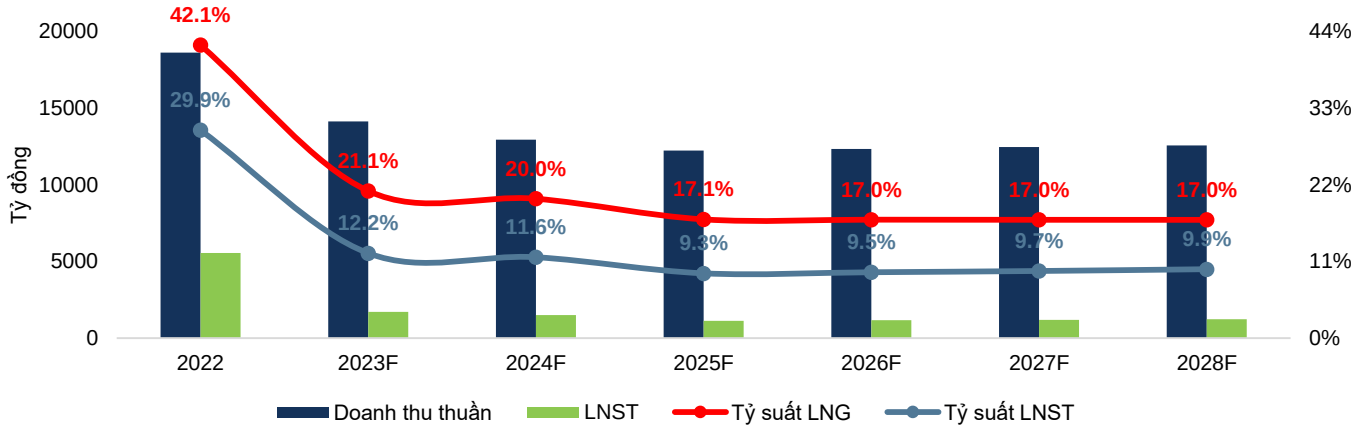
Nguồn: Trung tâm Dự báo Khí hậu (CPC), Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI), FPTS tổng hợp

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh và triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi cập nhật dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DPM giai đoạn 2023–2028F như sau:

Chỉ tiêu	Giả định
Mảng Urê	
Sản lượng tiêu thụ	Năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Urê đạt 800 nghìn tấn (+1,1% YoY) nhờ giá Urê hạ nhiệt kích thích nhu cầu tiêu thụ nội địa. Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urê ổn định ở mức 820 nghìn tấn (102,5% CSTK).
Giá phân Urê	Năm 2023, chúng tôi dự phóng giá phân Urê sẽ đạt 10.000 đồng/kg (-35,9% YoY), dựa vào chi phí năng lượng hạ nhiệt và các chính sách thương mại kìm hãm giá phân Urê. Giai đoạn 2024–2028F, giá phân Urê sẽ giảm dần về mức 8.500 đồng/kg do việc gia tăng mạnh công suất Urê toàn cầu trong giai đoạn 2021-2023.
Mảng NPK	
Sản lượng tiêu thụ	Năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của phân NPK đạt 180 nghìn tấn (+39,6% YoY) nhờ (1) giá phân NPK hạ nhiệt sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước, đặc biệt là mảng NPK chất lượng cao và (2) nhà máy NPK của DPM vẫn chưa hoạt động hết công suất. Giai đoạn 2024-2028F, sản lượng tiêu thụ tăng dần 10 nghìn tấn/năm, đạt 230 nghìn tấn năm 2028F, tương đương 92% CSTK.
Giá phân NPK	Năm 2023, giá bán NPK được chúng tôi dự phóng đạt 13.000 đồng/kg (-21,0%YoY), do giá phân đơn đầu vào dự kiến hạ nhiệt. Giai đoạn 2024–2028F, giá phân NPK giảm dần về mức 11.000 đồng/kg.
Mảng phân bón thương mại	
Sản lượng tiêu thụ	Năm 2023, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ phân bón thương mại đạt 250 nghìn tấn (+14,7% YoY). Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi giữ nguyên sản lượng tiêu thụ phân bón thương mại so với năm 2023.
Giá hóa chất	Năm 2023, giá bán phân bón thương mại được chúng tôi dự phóng đạt 10.000 đồng/kg (-16,0%YoY). Giai đoạn 2024–2028F, giá phân bón thương mại giảm dần về mức 8.500 đồng/kg.
Mảng hóa chất	
Sản lượng tiêu thụ	Năm 2023, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ NH3 đạt 70 nghìn tấn (-2,1% YoY) và UFC85 đạt 9,5 nghìn tấn (-0,5% YoY). Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi giữ nguyên sản lượng tiêu thụ NH3 và UFC85 so với năm 2023.
Giá hóa chất	Giá bán NH3 ước tính đạt 17.000 đồng/kg (-22,4% YoY) trong năm 2023 và giảm dần về mức 12.000 đồng/kg giai đoạn 2024-2028F. Giá bán UFC85 ước tính đạt 17.000 đồng/kg (-7,1% YoY) trong năm 2023 và giảm dần về mức 15.000 đồng/kg giai đoạn 2024-2028F.

Kết quả dự phóng doanh thu thuần, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của DPM



TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DPM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE). Giá mục tiêu của một cổ phiếu DPM được xác định là **33.500 đồng/cp**, cao hơn 2,8% so với mức giá đóng cửa ngày 16/06/2023. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại. *(Quay lại)*

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	33.472	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	33.591	50%
	Bình quân giá các phương pháp (đồng/ cổ phiếu)	**33.531**	

CẬP NHẬT GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Cập nhật T03/2023	Cập nhật T06/2023	Giả định mô hình	Cập nhật T03/2023	Cập nhật T06/2023
WACC 2023	16,5%	15,4%	Phần bù rủi ro	11,47%	11,47%
Chi phí sử dụng nợ	8,5%	8,5%	Hệ số beta không đòn bẩy	1,07	1,07
Chi phí sử dụng VCSH	16,8%	15,7%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	4,15%	3,00%	Thời gian dự phóng	6 năm	6 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	13.500.101
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu đồng)	307.982
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)	707.152
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	13.100.931
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	391.400
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)	**33.472**
Tổng hợp định giá FCFE	**Giá trị**
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	13.147.495
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)	**33.591**

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	18.627	14.146	12.951	12.247
- Giá vốn hàng bán	10.789	11.154	10.357	10.157
Lợi nhuận gộp	7.838	2.991	2.594	2.089
- Chi phí bán hàng	978	773	708	669
- Chi phí quản lí DN	556	455	417	394
Lợi nhuận thuần HĐKD	6.304	1.763	1.469	1.026
- (Lỗ)/lãi HĐTC	280	355	383	426
- Lợi nhuận khác	19	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	6.603	2.118	1.853	1.452
- Chi phí lãi vay	65	52	30	13
Lợi nhuận trước thuế	6.606	2.118	1.853	1.452
- Thuế TNDN	1.129	362	317	290
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0
LNST	5.585	1.759	1.539	1.164
- Lợi ích cổ đông thiểu số	20	31	33	24
LNST của cổ đông CT Mẹ	5.565	1.727	1.506	1.141
EPS (đ)	13.470	4.149	3.617	2.740
EBITDA	7.118	2.644	2.342	1.876
Khấu hao	515	526	489	424
Tăng trưởng doanh thu	46%	-24%	-8%	-5%
Tăng trưởng LN HĐKD	78%	-72%	-17%	-30%
Tăng trưởng EBIT	74%	-68%	-13%	-22%
Tăng trưởng EPS	77%	-69%	-13%	-24%
Chỉ số khả năng sinh lời	**2022**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
Tỷ suất lợi nhuận gộp	42,1%	21,1%	20,0%	17,1%
Tỷ suất LNST	30,0%	12,4%	11,9%	9,5%
ROE DuPont	44,9%	12,2%	10,7%	8,0%
ROA DuPont	35,2%	9,8%	8,7%	6,7%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	35,4%	15,0%	14,3%	11,9%
LNST/LNTT	84,2%	81,5%	81,3%	78,6%
LNTT/EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	117,8%	80,4%	75,0%	71,6%
Đòn bẩy tài chính	127,4%	124,5%	122,4%	120,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành	**2022**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
Số ngày phải thu	4,88	7,56	7,56	7,56
Số ngày tồn kho	112,44	98,18	98,18	98,18
Số ngày phải trả	29,40	30,66	30,66	30,66
Thời gian luân chuyển tiền	87,91	75,07	75,07	75,07
COGS / Hàng tồn kho	2,79	3,78	3,78	3,79
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	**2022**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
CS thanh toán hiện hành	4,53	4,54	4,66	5,04

CĐKT	2022	2023F	2024F	2025F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	2.084	3.090	3.292	3.341
+ Đầu tư TC ngắn hạn	6.880	7.000	7.000	7.500
+ Các khoản phải thu	458	535	501	481
+ Hàng tồn kho	3.871	2.955	2.740	2.682
+ Tài sản ngắn hạn khác	285	308	284	270
Tổng tài sản ngắn hạn	13.579	13.889	13.817	14.274
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	11.488	11.692	11.842	11.884
+ Khấu hao lũy kế	-9.054	-9.555	-10.020	-10.420
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	2.434	2.137	1.822	1.463
+ Đầu tư tài chính dài hạn	42	42	42	42
+ Tài sản dài hạn khác	403	403	403	403
+ Xây dựng cơ bản dở dang	219	0	0	0
Tổng tài sản dài hạn	4.120	3.579	3.240	2.858
Tổng Tài sản	17.699	17.468	17.058	17.133
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	869	937	870	853
+ Vay và nợ ngắn hạn	202	202	202	101
+ Quỹ khen thưởng	88	104	90	68
Nợ ngắn hạn	2.996	3.058	2.967	2.829
+ Vay và nợ dài hạn	505	303	101	0
+ Phải trả dài hạn khác	3	0	0	0
Nợ dài hạn	686	303	101	0
Tổng nợ	3.681	3.361	3.068	2.829
+ Thặng dư	21	21	21	21
+ Vốn điều lệ	3.914	3.914	3.914	3.914
+ LN chưa phân phối	6.401	6.459	6.309	6.599
Vốn chủ sở hữu	13.831	13.889	13.739	14.029
Lợi ích cổ đông thiểu số	250	274	302	329
Tổng cộng nguồn vốn	17.699	17.468	17.058	17.133

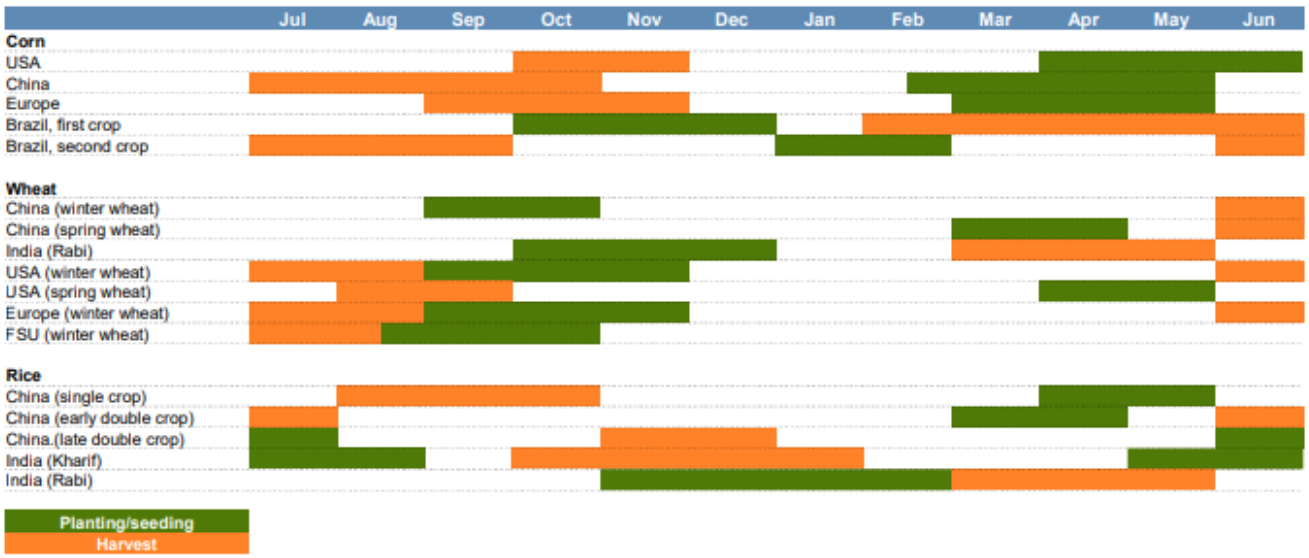
Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền đầu năm	2.524	2.084	3.090	3.292
Lợi nhuận sau thuế	6.606	1.727	1.506	1.141
+ Khấu hao	515	526	489	424
+ Điều chỉnh	-9.993	-381	-47	-552
+ Thay đổi vốn lưu động	-683	887	171	63
Tiền từ hoạt động KD	-3.227	2.759	2.119	1.075
+ Thanh lý tài sản cố định	2	0	0	0

CS thanh toán nhanh	3,24	3,58	3,73	4,10
CS thanh toán tiền mặt	2,99	3,30	3,47	3,83
Nợ / Tài sản	0,04	0,03	0,02	0,01
Nợ / Vốn CSH	0,05	0,04	0,02	0,01
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,01	0,01	0,01	0,01
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,04	0,02	0,01	0,00
Khả năng TT lãi vay	101,92	41,12	61,14	110,59

+ Chi mua sắm TSCĐ	-77	15	-150	-42
+ Tăng (giảm) đầu tư	-3.425	0	0	0
+ Các hđ đầu tư khác	273	0	0	0
Tiền từ hđ đầu tư	-3.227	15	-150	-42
+ Cổ tức đã trả	-1.977	-1.566	-1.566	-783
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0	0	-101
+ Thay đổi nợ dài hạn	0	-202	-202	-101
+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-2.177	-1.768	-1.768	-985
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-8.630	1.006	202	49
Tiền cuối năm	2.084	3.090	3.292	3.341

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Mùa vụ tiêu thụ phân bón ở các khu vực lớn *(Trở về nội dung chính).*



Nguồn: USDA, FPTS tổng hợp

Thời điểm gieo hạt (planting) và thu hoạch (harvesting) giữa các khu vực có sự phân hóa tương đối lớn, chủ yếu do khác biệt về thời tiết. Điều này dẫn đến sự khác nhau về thời điểm bón phân giữa các khu vực khi phân bón thường được sử dụng vào lúc gieo hạt. Cụ thể, nhu cầu phân bón ở Bắc bán cầu thường có điểm rơi vào nửa đầu năm, trong khi ở Nam bán cầu sẽ vào vào nửa cuối năm. Tuy nhiên, lúa mì trong vụ đông (winter wheat) là một ngoại lệ khi thời điểm gieo trồng và bón phân khác nhau (gieo trồng vào nửa cuối năm, bón phân vào mùa xuân năm sau). Ngoài ra, ở một số quốc gia, một số loại cây trồng được thu hoạch một năm hai lần, đặc biệt áp dụng cho các nước ở Nam bán cầu như Ấn Độ và Brazil.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu DPM, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại http://ezsearch.fpts.com.vn hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính
Số 52 - Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp, Hồ Chí Minh
Tầng 3, 136 - 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp, Đà Nẵng
Số 100 Quang Trung, phường Thạch Thang, quận Hải Châu , TP Đà Nẵng.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.236) 3553 888