

TRUNG LẬP – Giá mục tiêu 1 năm: 34.700 đồng/cp

Giá cổ phiếu (ngày 29/06/2023): 34.850 đồng/cp

CẬP NHẬT ĐHCĐ 2023

Nguyễn Trần Phương Nga

ngantp@ssi.com.vn

+84 – 28 3636 3688 ext. 3050

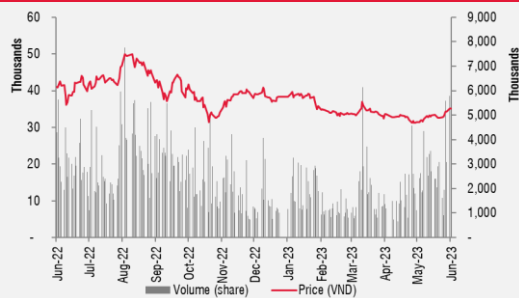
Ngày 29/06/2023

NGÀNH PHÂN BÓN

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	585
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	13.775
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	391
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	56,6/31,1
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	2.185.336
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	3,11
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	73,23
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	14,75
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	59,58

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

DPM được thành lập vào ngày 28 tháng 3 năm 2003, hiện là một trong những nhà sản xuất phân bón trong nước lớn nhất Việt Nam, vốn điều lệ là 3.800 tỷ đồng (180 triệu USD). DPM sở hữu nhà máy urê với chi phí 397 triệu USD và công suất thiết kế là 800 nghìn tấn urê/năm. Ngoài sản xuất phân urê, DPM còn tham gia sản xuất điện và nhập khẩu phân bón cùng các hoạt động khác. Tuy nhiên, các hoạt động này chỉ đóng góp một tỷ lệ nhỏ vào lợi nhuận ròng và sản xuất phân bón vẫn là mảng đóng góp lớn nhất.

Lợi nhuận có thể chạm đáy trong Q2/2023

DPM đã tổ chức ĐHCĐ vào ngày 27/6/2023, dưới đây là một số điểm chính từ cuộc họp:

- Phân phối lợi nhuận năm 2022:** ĐHCĐ đã thông qua phương án chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 70%/mệnh giá (tỷ suất cổ tức là 16%), trích 4,2% cho quỹ khen thưởng phúc lợi.
- ĐHCĐ ủy quyền cho ban lãnh đạo thực hiện phát hành cổ phiếu thưởng** tỷ lệ 40%, 15% và 15% cho các năm 2023, 2024 và 2025-2026.
- Kế hoạch năm 2023:** Công ty đặt kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt ở mức 17,4 nghìn tỷ đồng (-7% svck) và 2,25 nghìn tỷ đồng (-60% svck). Cổ tức năm 2023 dự kiến ở mức 40% trên mệnh giá (tỷ suất cổ tức là 11%).

Ước tính lợi nhuận: Sau khi giá giảm mạnh 30% trong Q1/2023, giá urê của công ty tiếp tục giảm trong Q2/2023. Giá urê của DPM hiện ở mức 9.000 đồng/kg (so với 9.600 đồng/kg trong Q1/2023). Chúng tôi cho rằng giá urê sẽ ổn định quanh mức này trong suốt Q3/2023, trước khi tăng nhẹ trở lại vào Q4/2023 khi mùa cao điểm đang đến gần. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lợi nhuận của DPM sẽ chạm đáy trong Q2/2023 về giá trị tuyệt đối, nhưng khả năng phục hồi khá chậm. Do đó, LNST năm 2023 ước tính giảm xuống mức 1,18 nghìn tỷ đồng (-79% svck, từ mức 1,23 nghìn tỷ đồng theo ước tính trước đó, thấp hơn kế hoạch của công ty) do (1) xu hướng giá urê giảm, (2) nhu cầu urê chậm lại và (3) chi phí vận chuyển khí tăng lên. Năm 2024, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng có thể đạt 1,27 nghìn tỷ đồng (+8% svck, từ mức 1,32 nghìn tỷ đồng theo ước tính trước đó) nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi. Do DPM có thể đã vượt qua giai đoạn đáy của lợi nhuận (Q2/2023), đồng thời, chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang năm 2024 và áp dụng các hệ số mục tiêu cao hơn để xác định giá mục tiêu mới là **34.700 đồng/cổ phiếu** (từ mức 30.600 đồng). Với tổng mức sinh lời là 10%, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu DPM.

Quan điểm ngắn hạn: Chúng tôi kỳ vọng DPM sẽ trả cổ tức đợt cuối cho năm 2022 (30%/mệnh giá) vào Q3/2023, đây sẽ là yếu tố hỗ trợ tăng giá cổ phiếu. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của DPM sẽ chạm đáy trong Q2/2023 về giá trị tuyệt đối, nhưng khả năng phục hồi khá chậm. Như vậy, sau khi chi trả cổ tức, DPM sẽ thiếu đi yếu tố hỗ trợ.

Quan điểm trong vòng 3 năm tới: Nhà máy urê của DPM đang hoạt động 85-100% công suất, do đó, nguồn lợi nhuận trong dài hạn chủ yếu phụ thuộc vào sự thay đổi của giá urê. Chúng tôi giả định giá urê duy trì ổn định trong suốt giai đoạn 2024-2026 do đó lợi nhuận sẽ không biến động nhiều.

Phương pháp định giá	Định giá (đồng/cp)	Tỷ trọng
P/E mục tiêu năm 2024 là 7x (từ 6x)	21.190	1/3
P/B mục tiêu năm 2024 là 1,2x (từ 1x)	41.058	1/3
EV/EBITDA mục tiêu năm 2024 là 3,5x (từ 3x)	41.983	1/3
Giá mục tiêu	34.743	

Nguồn: SSI Research

Phân phối lợi nhuận năm 2022

ĐHCĐ thông qua phương án chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 70%/mệnh giá (tỷ suất cổ tức là 16%). Công ty đã thanh toán 40%/mệnh giá, 30%/mệnh giá còn lại dự kiến sẽ được thanh toán trong Q3/2023. Trích 4,2% cho quỹ khen thưởng và phúc lợi, mức này thấp hơn nhiều so với 7% trong năm 2021 và 12-20% giai đoạn 2015-2020.

ĐHCĐ cũng ủy quyền cho ban lãnh đạo thực hiện phát hành cổ phiếu thưởng từ lợi nhuận giữ lại nhằm thu hẹp khoảng cách giữa vốn điều lệ (3,9 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2023) và vốn chủ sở hữu (15,8 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2023). Thời gian và tỷ lệ phát hành dự kiến như sau:

Năm tài chính	Tỷ lệ phát hành	Vốn điều lệ trước chia (tỷ đồng)	Vốn điều lệ sau chia (tỷ đồng)
2023	40%	3.914	5.480
2024	15%	5.480	6.302
2025-2026	15%	6.302	7.247

Nguồn: DPM

Kế hoạch năm 2023 của công ty

DPM đặt kế hoạch năm 2023 với doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt ở mức 17,4 nghìn tỷ đồng (-7% svck) và 2,25 nghìn tỷ đồng (-60% svck). Kế hoạch được đưa ra dựa trên giả định giá urê ở mức 13.400 đồng/kg (-13% svck) và chi phí khí đầu vào là 8,13 USD/mmbtu. Cổ tức năm 2023 dự kiến là 40%/mệnh giá (tỷ suất cổ tức là 11%)

Sản lượng tiêu thụ (Nghìn tấn)	2022A	2023P	Tăng trưởng svck
Urê	791	800	1%
NPK	129	200	55%
NH3	71,5	70	-2%
Phân bón tự doanh	209	309,5	48%

Nguồn: DPM

Ước tính lợi nhuận năm 2023-2024

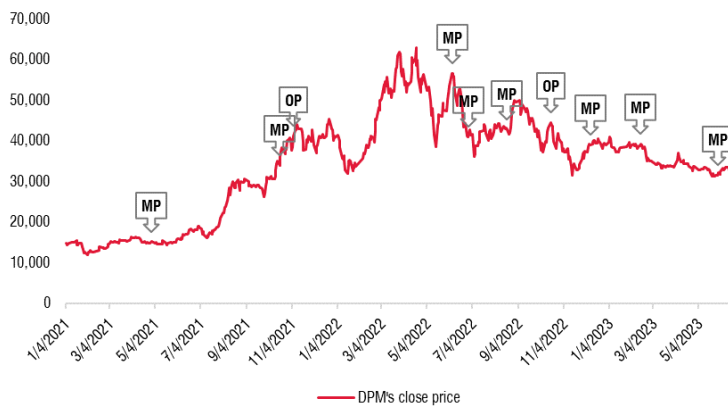
- Urê:** Với triển vọng xuất khẩu ảm đạm trong năm 2023 và bảo trì nhà máy (diễn ra vào tháng 3 và tháng 4), chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ urê sẽ giảm xuống mức 700 nghìn tấn (-12% svck) trong năm 2023 và tăng trở lại mức 800 nghìn tấn (+14% svck) trong năm 2024. Sau khi giảm mạnh 30% trong Q1/2023, giá bán urê tiếp tục giảm trong Q2/2023. Giá urê của DPM hiện ở mức 9.000 đồng/kg (so với 9.600 đồng/kg trong Q1/2023). Như chúng tôi đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng giá urê sẽ ổn định quanh mức này trong suốt Q3/2023 trước khi tăng nhẹ trở lại vào Q4/2023 khi mùa cao điểm đáng đến gần. Chúng tôi ước tính giá bán trung bình của urê giai đoạn 2023-2024 là 9.300 đồng/kg (-40% svck) và 8.800 đồng/kg (-5% svck, cùng với biến động giá dầu).
- NPK:** Chúng tôi dự báo giá bán trung bình của NPK năm 2023 sẽ giảm xuống mức 12.000 đồng/kg (-21% svck, giảm ít hơn so với mức giảm của giá urê). Theo đó, người nông dân có thể lựa chọn mua phân urê thay vì mua phân NPK. Do đó, sản lượng tiêu thụ có thể giảm xuống mức 100 nghìn tấn (-22% svck, thấp hơn so với kế hoạch của công ty là 200 nghìn tấn) vào năm 2023. Năm 2024, chúng tôi dự báo giá bán trung bình của NPK ở mức 11.000 đồng/kg (-8% svck), giảm nhiều hơn so với urê. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ NPK sẽ phục hồi lên 120 nghìn tấn (+20% svck).

- Sản lượng tiêu thụ **NH3** giai đoạn 2023-2024 ước tính không đổi ở mức 70 nghìn tấn do nhà máy hiện đang vận hành hết công suất. Giá bán trung bình của NH3 có thể giảm nhiều hơn urê do giá NH3 thường biến động hơn.
- Doanh thu **phân bón tự doanh** có thể giảm lần lượt 28% và 2% svck trong năm 2023 và 2024, cùng với sự điều chỉnh của giá phân bón.
- Chi phí khí đầu vào** ước tính ở mức 9,3 USD/mmbtu (+8%svck) cho năm 2023. Mặc dù giá FO có thể giảm 15% svck trong năm 2023, chi phí vận chuyển khí dự kiến sẽ tăng lên 3,5 USD/mmbtu (+75% svck), điều này giải thích cho việc chi phí khí đầu vào tăng lên trong năm 2023. Trong năm 2024, chúng tôi giả định giá FO sẽ giảm 6% svck, trong khi chi phí vận chuyển khí có thể đi ngang so với năm 2023. Như vậy, chi phí khí đầu vào năm 2024 dự kiến ở mức 9 USD/mmbtu (-3% svck).

	2021	2022	2023	2024	2022 YoY	2023 YoY	2024 YoY
Giá FO (USD/tấn)	410	517	439	414	26%	-15%	-6%
Sản lượng tiêu thụ urê (nghìn tấn)	749	792	700	800	6%	-12%	14%
Giá bán trung bình urê (VND/kg)	10.548	15.411	9.300	8.800	46%	-40%	-5%
Sản lượng tiêu thụ NPK (nghìn tấn)	151	129	100	120	-15%	-22%	20%
Giá bán trung bình NPK (VND/kg)	9.561	15.284	12.000	11.000	60%	-21%	-8%
Sản lượng tiêu thụ NH3 (nghìn tấn)	70	72	70	70	2%	-2%	0%
Giá bán trung bình NH3 (VND/kg)	12.852	21.895	11.000	10.000	70%	-50%	-9%
Doanh thu phân bón tự doanh (tỷ đồng)	2.209	2.556	1.841	1.812	16%	-28%	-2%
Doanh thu (tỷ đồng)	12.786	18.627	10.444	10.929	46%	-44%	5%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	3.171	5.606	1.177	1.274	77%	-79%	8%

Nguồn: SSI Research

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.524	1.884	2.673	2.798
+ Đầu tư ngắn hạn	3.455	7.080	7.080	7.080
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	489	458	397	415
+ Hàng tồn kho	2.776	3.920	2.559	2.685
+ Tài sản ngắn hạn khác	276	285	345	361
Tổng tài sản ngắn hạn	9.519	13.628	13.055	13.340
+ Các khoản phải thu dài hạn	1	1	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	3.717	3.255	2.841	2.710
+ Bất động sản đầu tư	210	200	194	187
+ Tài sản dài hạn dở dang	174	219	219	219
+ Đầu tư dài hạn	45	42	42	42
+ Tài sản dài hạn khác	252	403	334	349
Tổng tài sản dài hạn	4.398	4.120	3.629	3.508
Tổng tài sản	13.918	17.748	16.684	16.847
+ Nợ ngắn hạn	2.152	3.023	2.436	2.555
Trong đó: vay ngắn hạn	200	202	206	217
+ Nợ dài hạn	1.053	686	681	714
Trong đó: vay dài hạn	700	505	537	563
Tổng nợ phải trả	3.206	3.709	3.117	3.269
+ Vốn góp	3.914	3.914	3.914	3.914
+ Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21	21
+ Lợi nhuận chưa phân phối	3.085	6.422	5.951	5.962
+ Quý khác	3.692	3.681	3.681	3.681
Vốn chủ sở hữu	10.712	14.039	13.567	13.578
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	13.918	17.748	16.684	16.847
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.338	4.965	2.419	1.663
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.174	-3.444	-100	-400
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-693	-2.156	-1.530	-1.138
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	471	-634	789	125
Tiền đầu kỳ	2.029	2.524	1.884	2.673
Tiền cuối kỳ	2.504	1.884	2.673	2.798
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	4,42	4,51	5,36	5,22
Hệ số thanh toán nhanh	3	3,12	4,17	4,03
Hệ số thanh toán tiền mặt	2,78	2,97	4	3,87
Nợ ròng / EBITDA	-0,3	-0,19	-0,79	-0,94
Khả năng thanh toán lãi vay	55,84	103,59	27,84	33,32
Ngày phải thu	6,9	4,9	7,4	6,4
Ngày phải trả	27,9	27,9	33,8	28,5
Ngày tồn kho	96,8	113,7	143,2	110,5
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,77	0,79	0,81	0,81
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,23	0,21	0,19	0,19
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,3	0,26	0,23	0,24
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,08	0,05	0,05	0,06
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,02	0,01	0,02	0,02

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	12.786	18.627	10.444	10.929
Giá vốn hàng bán	-8.001	-10.746	-8.256	-8.660
Lợi nhuận gộp	4.786	7.881	2.188	2.269
Doanh thu hoạt động tài chính	176	365	218	292
Chi phí tài chính	-75	-85	-52	-47
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-818	-978	-658	-689
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-426	-559	-313	-328
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	3.645	6.628	1.382	1.497
Thu nhập khác	153	19	14	14
Lợi nhuận trước thuế	3.799	6.646	1.396	1.511
Lợi nhuận ròng	3.171	5.606	1.177	1.274
Lợi nhuận chia cho cổ đông	3.117	5.586	1.177	1.274
Lợi ích của cổ đông thiểu số	54	20	0	0
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	7.408	13.667	2.796	3.027
Giá trị sổ sách (VND)	26.869	35.398	34.188	34.215
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	5.000	7.000	4.000	3.000
EBIT	3.868	6.711	1.448	1.558
EBITDA	4.405	7.226	1.968	2.095
Tăng trưởng				
Doanh thu	64,7%	45,7%	-43,9%	4,6%
EBITDA	196,4%	64,0%	-72,8%	6,5%
EBIT	313,1%	73,5%	-78,4%	7,6%
Lợi nhuận ròng	351,9%	76,8%	-79,0%	8,3%
Vốn chủ sở hữu	29,9%	31,1%	-3,4%	0,1%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	23,2%	27,5%	-6,0%	1,0%
Định giá				
PE	6,7	3,1	12,6	11,6
PB	1,9	1,2	1	1
Giá/Doanh thu	1,5	0,9	1,3	1,3
Tỷ suất cổ tức	10,0%	16,3%	11,4%	8,5%
EV/EBITDA	3,3	1,2	2,4	2,2
EV/Doanh thu	1,1	0,5	0,5	0,4
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	37,4%	42,3%	20,9%	20,8%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	27,8%	34,2%	11,7%	11,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	24,8%	30,1%	11,3%	11,7%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	6,4%	5,2%	6,3%	6,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%
ROE	33,4%	45,3%	8,5%	9,4%
ROA	25,1%	35,4%	6,8%	7,6%
ROIC	30,9%	43,0%	8,4%	9,2%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 - 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng kiêm Trưởng Ban đào tạo
hungpl@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 - 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên Cao cấp phân tích Vĩ mô
trinhttv@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 - 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định Lượng

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu
chaunbm@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 - 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhtk@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 - 28) 3636 3688 ext. 3053

Phân tích Ngành Phân bón

Nguyễn Trần Phương Nga

Chuyên viên Phân tích cao cấp
ngantp@ssi.com.vn
SốĐT: +84 - 28 3636 3688 ext. 3050

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 - 24) 3936 6321 ext. 8715

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư
nganlt@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 - 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư
baong1@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 - 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiều, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư
hieuhht1@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 - 24) 3936 6321

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư
chauttb@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 - 28) 3636 3688 ext. 3043