

DPM – TRUNG LẬP

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 12/09/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	40.200
KLGD TB 10 ngày	4.740.160
Vốn hoá (nghìn đồng)	15.731
SL CPLH (triệu CP)	391,3
Giá mục tiêu	43.658
Upside	+8,6%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Hồng Mộng Thy
phmthy@vcbs.com.vn
+84-2838208117 ext 640

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

**DPM – LỢI NHUẬN NỬA CUỐI NĂM CẢI THIỆN NHỜ SỰ
PHỤC HỒI CỦA GIÁ URÊ**

KQKD Q2/2023 suy giảm với doanh thu thuần đạt 3.894 tỷ đồng (-23% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 105 tỷ đồng – giảm 92% yoy. **Nửa đầu năm, KQKD của DPM ghi nhận mức giảm mạnh so với nền cao 2022** với doanh thu thuần đạt 7.231 tỷ đồng (-34% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 368 tỷ đồng (-89% yoy). Chủ yếu do giá bán trung bình urê Phú Mỹ giảm 43% yoy, trong khi giá khí đầu vào lại tăng 5% yoy khiến biên lợi nhuận bị thu hẹp mạnh.

TRIỂN VỌNG

- **Nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2023 được dự báo đi ngang so với năm 2022.** Sản lượng Urê trong nước 6 tháng cuối năm 2023 được dự báo cải thiện hơn 6 tháng đầu năm 2023 do nhu cầu vụ Thu Đông và Đông-Xuân trong nước tăng cao
- **Giá phân bón kỳ vọng đã tạo đáy nửa đầu năm và hồi phục vào nửa cuối năm 2023.** Giá Urê Thế giới được kỳ vọng hồi phục kể từ quý 3 do (1) nhu cầu phân bón thế giới được kỳ vọng cao hơn trong nửa cuối năm (yếu tố mùa vụ) (2) Nguồn cung khan hiếm vào nửa cuối năm. Giá Urê trong nước có thể đã đạt mức thấp và khó giảm sâu hơn nữa, kỳ vọng giá Urê sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2023, tuy nhiên khó tăng mạnh như trong năm 2021 và 2022.
- **Giá khí đầu vào kỳ vọng giảm so với nửa đầu năm, hỗ trợ biên lợi nhuận doanh nghiệp.** Chi phí đầu vào kỳ vọng sẽ thấp hơn so với 6 tháng đầu năm nhờ sử dụng nguồn khí giá rẻ từ Mỏ Bạch Hồ và Ròng Đồi Mồi, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận.

Chúng tôi dự phóng dựa trên giả định giá Urê cho năm 2023 ở mức 430 USD/tấn, giá dầu Brent 82,62 USD/thùng. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2023F đạt 14.077 tỷ đồng (-24% yoy), LNTT năm 2023F đạt 2.184 tỷ đồng (-67% yoy). Chúng tôi tăng dự báo doanh thu giai đoạn 2023-2024 +2,5%/+10% do tăng dự báo giá bán Urê năm 2023 trong bối cảnh nhu cầu cải thiện và nguồn cung thắt chặt hơn dự báo trước đó. **Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 43.658 đồng/cp – tương đương triển vọng tăng 8,6% so với giá đóng cửa tại ngày 12/09/2023. Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP cổ phiếu DPM.**

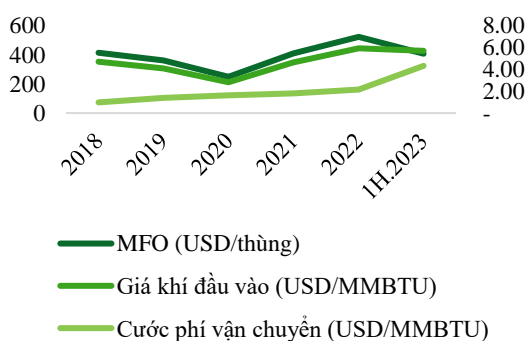
Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (Tỷ đồng)	12.786	18.627	14.077	13.809
+/- yoy (%)	65%	46%	-24%	-2%
LNTT (Tỷ đồng)	3.799	6.646	2.184	2.014
+/- yoy (%)	348%	75%	-67%	-8%
ROA (%)	23%	32%	10%	10%
ROE (%)	30%	40%	14%	13%
EPS - TTM (đồng)	7.610	13.525	4.039	3.713

NHÌN LẠI KQKD 1H.2023

Chỉ tiêu	Q2.2023	1H.2023	2023F	Diễn giải
Gía khí (mmbtu)	9,96	10,02		Tỷ trọng khí cấp bù từ nguồn khác (Nam Côn Sơn và Cửu Long khác) tăng lên và có mức phí vận chuyển cao, khiến giá thành chi phí khí gia tăng.
+/-%	5%			
Sản lượng Urê (nghìn tấn)	267,2	480,4	800	<p>Nhu cầu tiêu thụ quý 2 gia tăng trở lại do</p> <ul style="list-style-type: none"> (1) Sản lượng gia tăng do nhu cầu tiêu thụ phân bón vụ Hè – Thu tăng cao và khu vực miền Nam bước vào mùa mưa. (2) Giá bán giảm mạnh so với năm trước giúp cải thiện sức mua và sản lượng tiêu thụ. (3) Giá bán các mặt hàng nông sản phục hồi hỗ trợ khả năng đầu tư tái sản xuất của nông dân. <p>Nhìn chung 6 tháng đầu năm, nhu cầu tiếp tục suy yếu tại thị trường thế giới đã ảnh hưởng tới sản lượng xuất khẩu, Giá bán giảm sâu và nhanh, tái đầu tư cho nông nghiệp vẫn còn hạn chế do chính sách tiền tệ thắt chặt dẫn đến sức mua hồi phục chậm nên tổng cầu urê 1H.2023 chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ.</p>
+/-%	31%	7%	60%	
Gía urê (vnd/kg)	8.960	9.312		<p>1H2023 giá ure thế giới giảm 45% yoy và giá bán ure của DPM bám sát với biến động giá urê thế giới. Giá bán Urê thế giới 1H.2023 giảm mạnh chủ yếu do nguồn cung dồi dào trong bối cảnh nhu cầu suy yếu:</p> <ul style="list-style-type: none"> (1) Nga và Trung Quốc gia tăng xuất khẩu. (2) Giá nguyên vật liệu sản xuất như than và khí đốt tự nhiên xuống thấp giúp các nhà máy sản xuất phân bón ở Châu Âu sản xuất trở lại và Trung Quốc gia tăng sản xuất. (3) Nhu cầu yếu trong bối cảnh nguồn cung dồi dào, tái đầu tư cho nông nghiệp vẫn còn hạn chế do chính sách tiền tệ thắt chặt.
+/-%	-42%	-43%		
Sản lượng NPK (nghìn tấn)	53,9	71,6	200	<p>Sản lượng kinh doanh NPK tăng trưởng âm so với cùng kỳ chủ yếu do tổng nhu cầu giảm mạnh (-21% yoy), hàng tồn kho tăng cao. Giá NPK giảm ít hơn các loại phân bón đơn đã khiến người nông dân ưa chuộng phân đơn hơn. Giá bán trung bình Q2 của NPK đã giảm 30% yoy.</p>
+/-%	21%	-8%	36%	
Sản lượng NH3 (nghìn tấn)	17,8	29,5	70	<p>Nhu cầu tiêu thụ NH3 không cao khi nhiều khách hàng lớn của DPM chuyển đổi công nghệ (không dùng nhiều NH3 như trước), các khách hàng là nhà máy sắt thép, cao su, nhiệt điện cũng giảm sản lượng tiêu thụ do giá cao su và thép sụt giảm. Việc Trung Quốc mở cửa trở lại và tăng</p>
+/-%	-7%	-17%	42%	

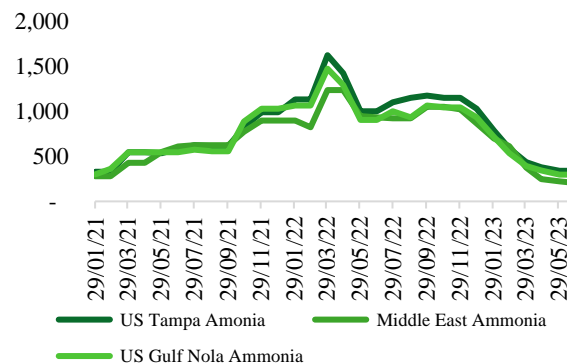
				cường xuất khẩu và kinh tế thế giới âm ảm cũng đã làm giá NH3 giảm mạnh 64% yoy.
DT thuần (tỷ đồng)	3.894	7.231	17.372	Giá bán mặt hàng phân bón urê giảm mạnh (-42% yoy) dù sản lượng có cải thiện so với cùng kỳ.
+/-%	-23%	-34%	42%	
Biên LNG (%)	10%	13%		Giá bán phân bón giảm nhanh (-42% yoy), trong khi giá khí nguyên liệu đầu vào tăng cao (+5% yoy) đã khiến biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhanh.
Điểm phần trăm	-29%	-31%		
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	105	368	2.250	
+/-%	-92%	-89%	16%	

Biến động giá khí đầu vào DPM và giá đầu FO



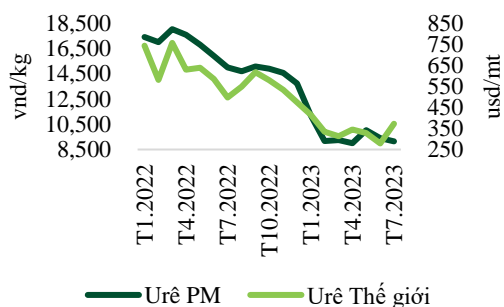
Nguồn: DPM, VCBS ước tính

Biến động giá NH3 Thế giới (usd/mt)



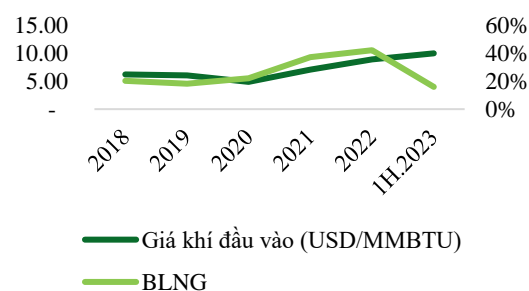
Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Biến động giá Urê Thế giới và Urê Phú Mỹ

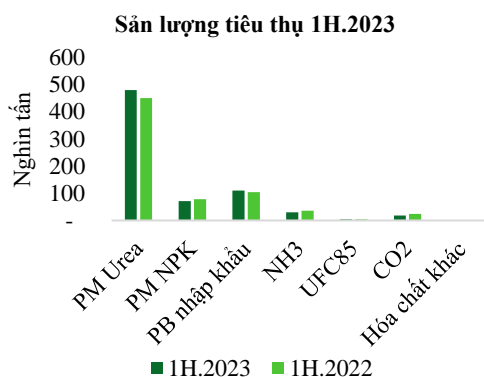


Nguồn: Agromonitor, Bloomberg, VCBS tổng hợp

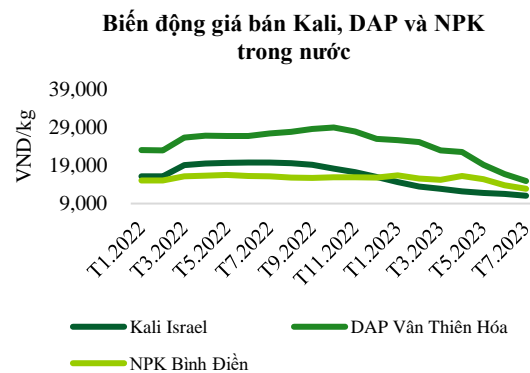
Biến động giá khí đầu vào và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: DPM, VCBS ước tính và tổng hợp



Nguồn: DPM, VCBS tổng hợp



Nguồn: Agromonitor, VCBS tổng hợp

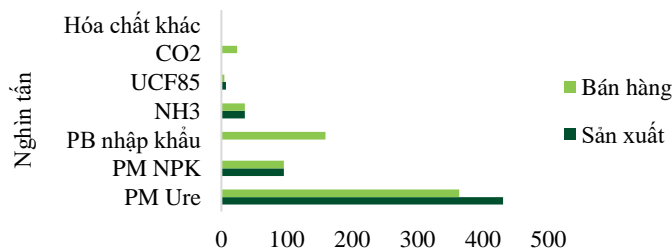
📌 Kế hoạch kinh doanh 2H.2023

Theo doanh nghiệp, sản lượng tiêu thụ phân bón nội địa được dự báo cải thiện trong nửa cuối năm 2023 do nhu cầu vụ Thu - Đông và Đông - Xuân tăng cao. Tại khu vực ĐBSCL sẽ bắt đầu gieo và chăm bón từ tháng 4, trong khi một số khu vực thuộc Đồng Tháp, Kiên Giang, Cần Thơ sẽ bắt đầu xuống giống lúa thu đông vào cuối tháng 6. Tại khu vực miền trung, dự báo cũng sẽ gia tăng do nhu cầu chăm bón cho vụ hè thu. Tại miền Bắc, nhu cầu được dự báo tăng khi chuẩn bị cho vụ lúa Đông Xuân, đây là thời điểm tiêu thụ phân bón lớn nhất năm. Bên cạnh đó, nhà máy Đạm Phú Mỹ đã hoạt động ổn định trở lại sau thời gian bảo dưỡng tổng thể, việc nhà máy hoạt động tối ưu công suất sẽ giúp gia tăng sản lượng kinh doanh 10-20% so với chỉ tiêu kế hoạch.

Nhu cầu Urê và NPK trong nước Quý 3 dự báo giảm lần lượt 18% và 23% so với Quý 2. Trong đó, nhu cầu trong tháng 7 vẫn được hỗ trợ do vào vụ lúa Hè Thu tại miền Bắc và lúa vụ tại ĐBSCL, đồng thời vẫn có nhu cầu giữa mùa mưa cho cây công nghiệp tại Tây Nguyên và Đông Nam Bộ. Tuy nhiên, nhu cầu sẽ giảm trong tháng 8-9 khi các khu vực trái vụ.

Sản lượng tiêu thụ (1000 tấn)	1H.2023	2H.2023 (KH)	2H.23/2H.22
PM Urê	480	364	7%
PM NPK	71.6	95.4	89%
Phân bón nhập khẩu	110	159.5	52%
NH3	29.5	35.9	0%
UFC85	4.6	4.6	-6%
CO2	18.1	24.3	-20%
Hóa chất khác	0.6	0.3	-49%

Kế hoạch sản xuất & bán hàng 2H.2023

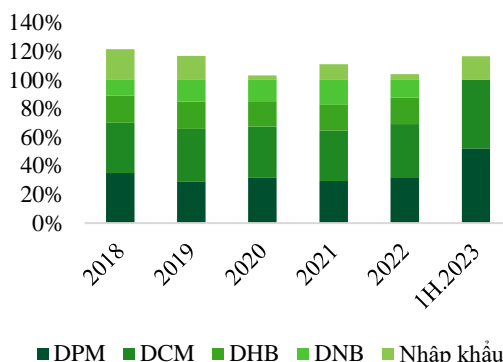


Nguồn: DPM, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2023 được dự báo đi ngang so với năm 2022. Nhu cầu nội địa dự báo cải thiện nửa cuối năm 2023.

Cơ cấu sản xuất và nhập khẩu Urê



Nguồn: DPM, DCM, DHB, Đạm Ninh Bình, VCBS tổng hợp

Thị trường thế giới:

Theo dự báo của Argus, nhu cầu tiêu thụ trong nửa cuối năm 2023 được dự báo tăng, tập trung ở Ấn Độ và Brazil. Ấn Độ cần nhập khẩu 4.5-5 triệu tấn Ure trong nửa cuối năm. Nhu cầu ở Đông Nam Á rất thấp với nhiều quốc gia trong khu vực đang ở thời kỳ trái vụ. Tại Thái Lan, mùa vụ tiếp theo sẽ bắt đầu vào tháng 11 và bắt đầu nhập khẩu phân bón từ tháng 10. Tuy nhiên hiện tượng El Nino làm giảm nhu cầu phân bón tại Thái Lan do đang trải qua thời kỳ khô hạn nghiêm trọng khiến hoạt động nông nghiệp giảm. Tại Nam Mỹ, nhu cầu nhập khẩu đang tăng lên. Điều kiện thời tiết thuận lợi đã thúc đẩy nhu cầu Ure của Argentina. Châu Phi cận Saharan (Mozambique, Tanzania và Nam Phi) hiện đang mùa cao điểm về nhu cầu, ước tính khoảng 370 nghìn tấn sẽ chuyển đến Nam Phi và các nước Đông Phi trong nửa cuối năm.

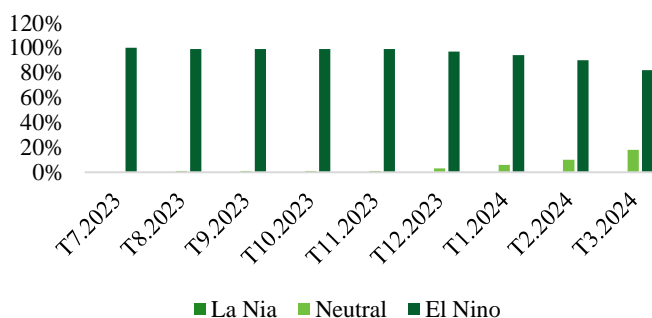
	Nhu cầu nhập khẩu 7T.2023 (triệu tấn)	Ước tính nhu cầu 2H.2023 (triệu tấn)	Nhu cầu nhập khẩu năm nay (triệu tấn)	+/-yoy	Triển vọng
US	5	0,4	5,4	13%	Sự gia tăng đột ngột và ngắn hạn về nhu cầu đã kết thúc
Ấn Độ	6,5	2,6	9,1	-4%	Đấu thầu đầu tháng 8 và chuyển hàng vào 26/9
Thái Lan	2,1-2,2	1,4	1,4	-33%	Hiện tại đã hết mùa vụ, mùa vụ mới bắt đầu tháng 11
Brazil	7,8	4,3	12,1	57%	Đã ký kết 450.000 tấn
Thổ Nhĩ Kỳ	2,7	2	4,7	104%	Nhập khẩu dự báo tăng vào quý 4

Úc	2,6	0,2	2,8	12%	Đình nhu cầu mùa vụ đã qua
Pháp	1,7	0,3	2	54%	Chi phí sản xuất giảm so với mức nền cao năm 2022, giúp các nhà máy nội địa hoạt động trở lại, giảm nhu cầu nhập khẩu

Nguồn: Ước tính của Argus

Trong nước: Sản lượng Ure được dự báo cải thiện trong nửa cuối năm 2023 do nhu cầu vụ Thu Đông và Đông - Xuân trong nước tăng cao. Kể từ quý 2, nhu cầu cải thiện hơn nhờ vụ lúa hè thu, quý 3 nhu cầu sẽ chậm lại do trái mùa và nhu cầu sẽ tăng trở lại từ đầu quý 4 để chuẩn bị cho vụ lúa Đông Xuân, và đây cũng là thời điểm tiêu thụ phân bón lớn nhất năm.

Xác suất xảy ra hiện tượng El Nino 2023



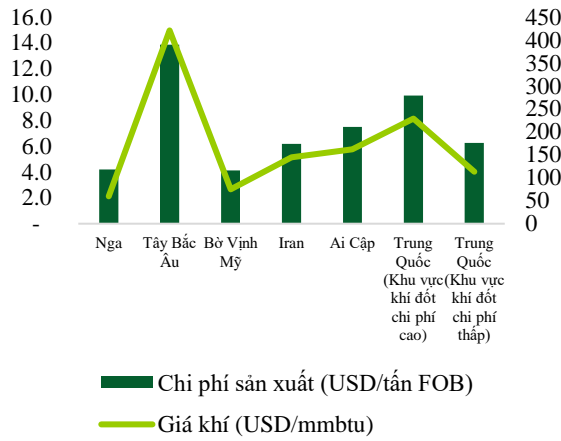
Nguồn: IRI, VCBS tổng hợp

Giá phân bón kỳ vọng đã tạo đáy nửa đầu năm và hồi phục vào nửa cuối năm 2023.

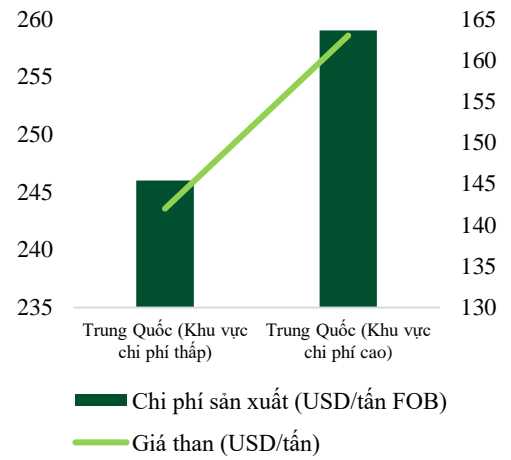
Giá Urê Thế giới được kỳ vọng hồi phục kể từ quý 3 do:

- (1) Nhu cầu phân bón thế giới được kỳ vọng cao hơn trong nửa cuối năm (yếu tố mùa vụ),** đặc biệt ở 2 thị trường nhập khẩu phân Urê lớn nhất thế giới là Brazil và Ấn Độ. Sáng kiến Biển Đen giữa Nga và Ukraine chấm dứt có thể khiến giá nông sản tăng mạnh, dẫn đến giá phân ure phục hồi ở các quốc gia do sức mua tăng.
- (2) Nguồn cung khan hiếm vào nửa cuối năm.** 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 khu vực châu Âu vẫn sẽ chưa được cải thiện mặc dù giá khí ở châu Âu đã hạ nhiệt. Nhà máy sản xuất ở Malaysia, Brunei và Indonesia đang trong quá trình bảo dưỡng. Tại khu vực Trung Đông, Chính phủ Ai Cập quyết định gia hạn vô thời hạn việc cắt giảm 30% nguồn cung khí đốt đối với tất cả các nhà sản xuất phân ure tại nước này, ảnh hưởng lớn đến nguồn cung toàn cầu. Nga tiếp tục áp đặt hạn ngạch mới ở mức 16,3 triệu tấn cho xuất khẩu phân bón. Trong đó 10,66 triệu tấn hạn ngạch áp dụng cho phân Ure, UAN và AN, có hiệu lực từ ngày 1/6 đến ngày 30/11/2023. Trung Quốc ngày 2/9 vừa qua đã yêu cầu một số nhà sản xuất phân bón tạm dừng xuất khẩu urê và điều này sẽ gia tăng nguy cơ thắt chặt nguồn cung phân bón toàn cầu.

Chi phí sản xuất Urê một số khu vực trên Thế giới



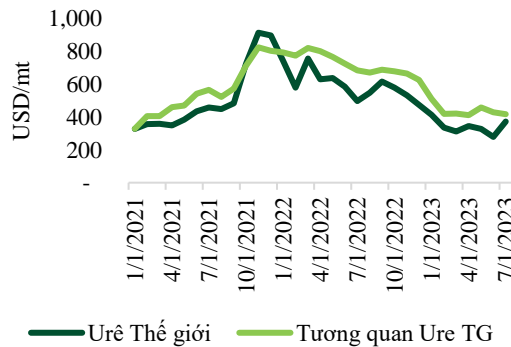
Chi phí sản xuất Urê từ than



Nguồn: Argus, VCBS tổng hợp

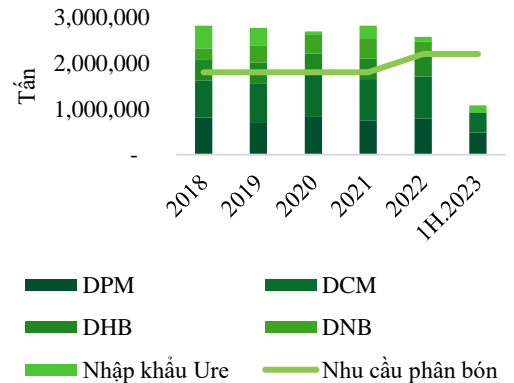
Giá Urê trong nước: có thể đã đạt mức thấp và khó giảm sâu hơn nữa, kỳ vọng giá Urê sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2023, tuy nhiên khó tăng mạnh như trong năm 2021 và 2022, trừ khi có biến động địa chính trị bất ngờ xảy ra. Nguồn cung Urê trong nước đang dư thừa. Riêng nguồn cung phân bón từ công suất sản xuất phân đạm urê của 4 nhà máy thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) đã lên tới 2,5 triệu tấn/năm. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ trong nước chỉ khoảng 1,6 - 1,8 triệu tấn/năm. Giá urê trong nước biến động tương quan với giá urê Thế giới, do đó kỳ vọng giá urê sẽ phục hồi theo xu hướng giá phân bón thế giới trong 2H.2023.

Tương quan biến động giá urê Phú Mỹ và giá urê Thế giới

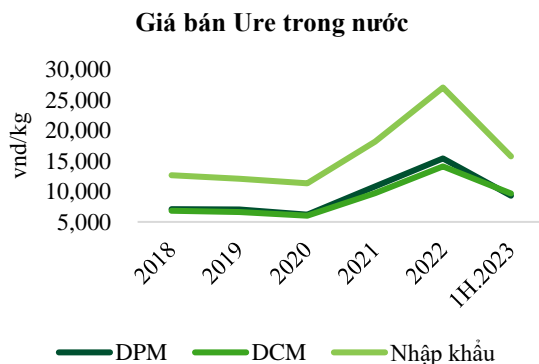


Nguồn: DPM, Bloomberg, VCBS tổng hợp

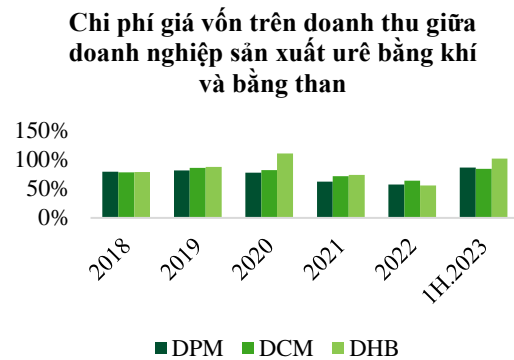
Cung cầu phân bón



Nguồn: DPM, DCM, DHB, Đạm Ninh Bình, GSO, VCBS tổng hợp



Nguồn: DPM, DCM, GSO, VCBS tổng hợp



Nguồn: DPM, DCM, DHB, VCBS tổng hợp

Giá khí đầu vào kỳ vọng giảm so với nửa đầu năm, hỗ trợ biên lợi nhuận doanh nghiệp

6 tháng đầu năm các mỏ khí giá rẻ như Bạch Hổ Rồng Đồi Mồi được ưu tiên sản lượng khí cho sản xuất điện. Do thời tiết nắng nóng kéo dài nhu cầu tiêu thụ điện tăng, tình hình thủy văn không thuận lợi, lưu lượng nước về các hồ thủy điện thấp đã ảnh hưởng đến tình hình cung ứng điện. Tình trạng này được kỳ vọng cải thiện trong nửa cuối năm khi bước vào mùa mưa. Do đó chi phí đầu vào kỳ vọng sẽ thấp hơn so với 6 tháng đầu năm nhờ sử dụng nguồn khí giá rẻ từ Mỏ Bạch Hổ và Rồng Đồi mồi, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận.

Giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu Brent được dự báo bởi EIA. EIA dự báo dầu Brent giao ngay trung bình là 82.62 USD/thùng (-18% yoy) trong năm 2023.

Dự báo giá dầu Brent	2023F
Bof	80 USD/thùng
EIA	82,62 USD/thùng
WorldBank	84 USD/thùng

Nguồn: Bof, EIA, WB, FS, VCBS tổng hợp

Theo đó, chúng tôi giả định giá khí đầu vào trung bình của DPM năm 2023 sẽ tăng 2% yoy do tỷ lệ khí cao hơn từ các mỏ khí giá cao ở bể Cửu Long và Nam Côn Sơn dù giá dầu nhiên liệu thấp hơn (-17% yoy).

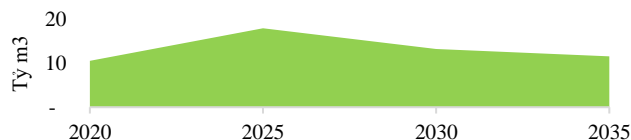
Dự phóng giá khí đầu vào	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Brent oil (USD/thùng)	82,62	86,48	80,00	80,00	80,00
MFO (USD/tấn)	452,30	473,43	437,96	437,96	437,96
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	5,20	5,44	5,04	5,04	5,04
Cước phí vận chuyển (USD/MMBTU)	3,06	3,11	3,16	3,20	3,25
Giá khí (bao gồm VAT)	9,09	9,41	9,01	9,06	9,12
+/- yoy	2%	3%	-4%	1%	1%

ĐỊNH GIÁ

MĂNG URÊ

- Về sản lượng kinh doanh:** Theo dự báo của IFA, mức tiêu thụ phân bón trên thế giới dự kiến sẽ phục hồi 4% lên 192.5 triệu tấn, cao hơn mức năm tài chính 2019 là 191.8 triệu tấn sau giai đoạn giảm gần 3% trong năm tài chính 2021, đạt 194,7 triệu tấn và gần 5% vào năm tài chính 2022, đạt 185,1 triệu tấn. Nhu cầu tiêu thụ phân đạm dự báo phục hồi 3% lên 109 triệu tấn, phân lân và kali phục hồi 4% lên lần lượt 46 và 37 triệu tấn.
- Về giá bán:** Theo dự báo của Worldbank (báo cáo 04/2023), giá Urê ước giảm 37% trong năm 2023 và tiếp tục giảm 7% trong năm 2024. Như vậy, với việc giá Urê thế giới đã giảm mạnh tới 36% ngay trong quý 1/2023 (giá Urê Việt Nam cũng giảm tương ứng 30,7%) tạo động lực để giá Urê không điều chỉnh sâu hơn và sớm thiết lập mức giá cân bằng trở lại. Chúng tôi điều chỉnh dự báo giá urê trung bình cho năm 2023 tăng 16% lên 430 USD/tấn so với dự báo trước đó (báo cáo cập nhật ngày 30/05/2023) và giá định giá urê trung bình trong giai đoạn 2024-2027 là 350-400 USD/tấn do chúng tôi kỳ vọng giá dầu, khí đốt và LNG sẽ hạ nhiệt trong dài hạn.
- Biên lợi nhuận gộp dự báo thu hẹp:** Nguồn khí đầu vào tuy vẫn được đảm bảo cung ứng đầy đủ nhưng tỷ trọng nguồn khí đồng hành có giá thấp (mỏ Bạch Hổ - Rồng Đồi Mồi, thuộc Bể Cửu Long) đạt công suất thấp hơn kế hoạch và đang suy giảm nhanh hơn dự báo, tỷ trọng khí cấp bù từ nguồn khác (Nam Côn Sơn và Cửu Long khác) tăng lên và có mức phí vận chuyển cao, khiến giá thành chi phí khí gia tăng.

Dự báo khả năng cung cấp khí trong nước



Nguồn: Năng lượng Việt Nam, VCBS tổng hợp

Chỉ tiêu	2022	2023F	2024F	Nhận định
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	791.000	800.000	840.000	Chúng tôi giữ nguyên ước tính sản lượng tiêu thụ năm 2023 như báo cáo ngày 30/05/2023.
Giá phân urê (đồng/kg)	15.411	9.875	9.382	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng giá phân urê sẽ đạt trung bình 9.875 đồng/kg, (-36% yoy) tăng 12% so với dự báo trong báo cáo cập nhật ngày 30/05/2023, với giá định giá urê sẽ đạt mức 430 USD/tấn trong năm 2023. Trong giai đoạn 2024F–2027F, giá phân urê ước tính sẽ dao động quanh mức 8.043 – 9.382 đồng/kg. Giá bán bình quân năm 2023 giảm chủ yếu do xu hướng giảm của giá dầu và nguồn cung phân bón được dự báo tăng.

MẢNG NPK

Nhu cầu tiêu thụ phân NPK Thế giới được trang Marketwatch dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR là 3,78% trong giai đoạn 2023- 2028. Nhu cầu phân bón nội địa trong năm 2023 được dự báo tăng 10% - 18% (trong đó NPK 6%-7% yoy) cao hơn năm 2022 nhưng thấp hơn 8 -13% so với năm 2021. Do ảnh hưởng từ giá phân đơn đầu vào tăng cao đã gia tăng áp lực về chi phí sản xuất cho các doanh nghiệp sản xuất NPK. Tuy nhiên, DPM có lợi thế hơn so với các doanh nghiệp NPK khác khi có khả năng tự chủ được nguồn phân Urê đầu vào. Do đó, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ phân NPK của DPM trong năm 2023 sẽ đạt 150 nghìn tấn (+16% yoy), cao hơn tốc độ tăng trưởng chung của mảng phân NPK nội địa dựa vào hệ thống phân phối rộng lớn, với giá bán trung bình đạt 11.962 đồng/kg (-21% yoy).

MẢNG HÓA CHẤT

Giá bán NH3 hiện tại có mức tương quan tương đối cao so với giá khí ở châu Âu. Do đó việc giá khí Châu Âu tuy đã giảm 58,5% yoy nhưng vẫn ở mức cao như đã trình bày ở trên sẽ giúp biên lợi nhuận gộp NH3 tiếp tục duy trì ở mức cao (giá khí của DPM tăng ở mức thấp hơn so với giá khí ở châu Âu). Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ NH3 năm 2023 tương đương năm 2022, đạt 70.000 tấn dựa trên kịch bản giá bán NH3 trung bình đạt 15.400 đồng/kg (-22% yoy).

Tổng hợp định giá

FCFE	2023	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận sau thuế	1.718	1.579	1.567	1.386	1.288
Chi phí phi tiền mặt	538	497	434	435	438
Đầu tư TSCĐ	-30	-29	-29	-28	-26
Đầu tư Vốn lưu động	569	39	98	67	35
Vay nợ ròng	119	-204	-212	-101	-9
Dòng tiền	2.913	1.883	1.858	1.761	1.725

FCFF	2023	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận sau thuế	1.718	1.579	1.567	1.386	1.288
Chi phí phi tiền mặt	538	497	434	435	438
Lãi vay sau thuế	56	40	24	8	0
Đầu tư TSCĐ	-30	-29	-29	-28	-26
Đầu tư Vốn lưu động	569	39	98	67	35
Dòng tiền	2.850	2.127	2.094	1.869	1.734

Tỷ trọng từng phương pháp định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
FCFE	44.071	50%
FCFF	43.245	50%
Giá trị hợp lý	43.658 đồng/cp	

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho năm 2023 của DPM là **43.658 đồng/cổ phiếu** (upside 8,6% so với giá đóng cửa ngày 12/09/2023).

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về giá khí nguyên liệu tăng mạnh làm biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhanh

Giá khí nguyên liệu biến động mạnh làm gia tăng chi phí sản xuất phân bón, kéo theo giá thành bị đội lên trong bối cảnh giá nông sản không tăng tương ứng, tiêu thụ khó khăn sẽ khiến nông dân cắt giảm đầu tư cho sản xuất từ đó khiến sức mua giảm, tồn kho tăng cao. Nhu cầu tiêu thụ nội địa gặp nhiều khó khăn, lượng tiêu thụ nội địa thấp hơn nhiều so với cùng kỳ các năm trước sẽ khiến các doanh nghiệp phải thu hẹp hoặc thậm chí ngưng sản xuất.

Rủi ro về giá Urê toàn cầu giảm mạnh hơn dự kiến do tác động tiêu cực từ El Nino

Sau 3 năm La Nina liên tiếp xuất hiện, nhiều dự báo cho thấy, hiện tượng El Nino sẽ quay trở lại vào cuối năm 2023 và có thể mang đến tác động trái chiều đối với hoạt động sản xuất nông nghiệp trên toàn cầu. Hạn hán xuất hiện ở nhiều quốc gia sẽ khiến nhu cầu phân bón toàn cầu giảm mạnh hơn dự báo.

BẢNG CÂN ĐỐI TOÁN (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.782	2.006	3.070	4.043	4.998
Các khoản đầu tư ngắn hạn	7.080	7.080	7.080	7.080	7.080
Các khoản phải thu	390	385	377	368	359
Hàng tồn kho	3.345	3.328	3.225	3.171	3.080
Tài sản ngắn hạn khác	499	490	475	458	441
Tài sản ngắn hạn	13.095	13.288	14.227	15.120	15.957
Phải thu dài hạn	1	1	1	1	1
Tài sản cố định	2.977	2.519	2.124	1.727	1.326
Các khoản đầu tư dài hạn	42	42	42	42	42
Tài sản dài hạn khác	403	403	403	403	403
Tài sản dài hạn	3.612	3.144	2.740	2.332	1.921
TỔNG TÀI SẢN	16.708	16.433	16.967	17.452	17.878
Nợ ngắn hạn	3.120	3.125	3.102	3.087	3.005
Nợ dài hạn	676	474	268	170	170
NỢ PHẢI TRẢ	3.797	3.599	3.370	3.256	3.175
VỐN CHỦ SỞ HỮU	12.693	12.581	13.318	13.889	14.369
TỔNG NGUỒN VỐN	16.708	16.433	16.967	17.452	17.878
BÁO CÁO KQKD (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	14.077	13.809	13.367	12.879	12.379
GVHB	10.859	10.815	10.492	10.316	10.017
Lợi nhuận gộp	3.218	2.994	2.875	2.563	2.363
Chi phí SG&A	1.428	1.401	1.356	1.307	1.256
THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	2.184	2.014	1.988	1.765	1.641
Doanh thu tài chính	471	479	506	526	541
Chi phí tài chính	77	57	37	16	7
LNTT	2.184	2.014	1.988	1.765	1.641
LNST	1.750	1.614	1.593	1.415	1.315
Lợi ích của cổ đông thiểu số	31	35	26	29	28
LNST cổ đông công ty mẹ	1.718	1.579	1.567	1.386	1.288
BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	2.549	2.022	2.010	1.806	1.694
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(30)	(29)	(29)	(28)	(26)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(2.621)	(1.769)	(917)	(805)	(713)
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	(102)	224	1.065	973	954
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.884	1.782	2.006	3.070	4.043
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1.782	2.006	3.070	4.043	4.998

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Mộng Thy

Chuyên viên Phân tích Nghiên cứu

phmthy@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>