

THEO DÕI

Giá mục tiêu: **35.000 VND (▲ 10%)**

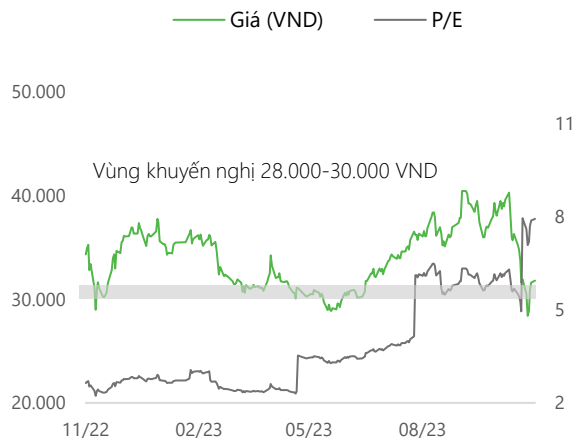
Cập nhật: 06/11/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: Mùa cao điểm Q4 giúp sản lượng và giá bán cải thiện.

Tiêu cực: (1) Giá khí cao, ăn mòn biên lợi nhuận. (2) Thị trường về dài hạn tương đối bão hòa, không còn dư địa tăng trưởng.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá 28.000d – 30.000d, mức P/E hợp lý rơi vào khoảng 8 lần.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Phân bón
Giá hiện tại (VND/cp)	31.800
Vốn hóa (Tỷ VND)	12.444
Số lượng CPLH (triệu cp)	391
EPS 4 quý gần nhất	5.920
P/E (06/11/2023)	7,92
Cao nhất 52 tuần	40.450
Thấp nhất 52 tuần	28.400

DPM

CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí

DSC

TỔNG QUAN

DPM là doanh nghiệp kinh doanh phân bón và hóa chất lâu đời, là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam. DPM sở hữu sản phẩm chủ lực là phân bón Ure hạt trong và NPK, sản xuất bởi 2 nhà máy đạm công suất 800 nghìn tấn và nhà máy NPK với công suất 250 nghìn tấn/năm.

DPM có lợi thế về thị trường nội địa, đặc biệt là thị trường miền Nam. Năm 2022, thị phần Ure và NPK đạt lần lượt 46% và 19%. Về mục tiêu dài hạn, bên cạnh gia tăng thị phần nội địa, DPM tiếp tục vươn ra mở rộng thị trường thế giới.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Nguồn cung thế giới bị thắt chặt, tuy nhiên nhu cầu yếu hơn kỳ vọng, kéo giá bán trung bình giảm

Trái với kỳ vọng về một sự tăng giá bán khi nguồn cung thế giới bị thắt chặt, nhu cầu yếu trong Q3 thể hiện ở tổng sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa đạt 537 nghìn tấn (-15% qoq), sản lượng xuất khẩu 9T đầu năm đạt 1,2 triệu tấn (-12% yoy). Nhu cầu thấp này có thể đến từ việc Q3 không phải thời điểm của các vụ mùa chính, hoặc do thương nhân vẫn có xu hướng trì hoãn các đơn hàng để chờ đợi giá bán giảm sâu hơn.

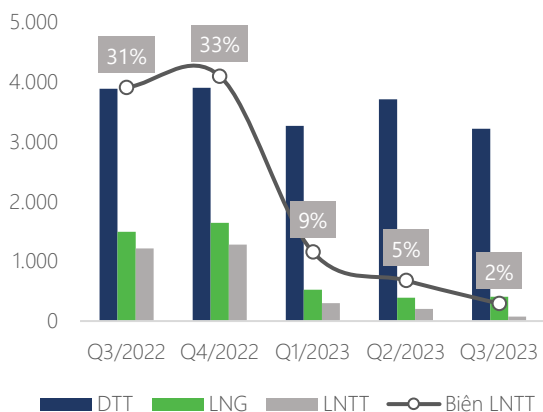
Nhu cầu thấp đã kéo mức giá bán trung bình giảm 35% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong thời gian tới, thị trường vẫn cần chờ đợi các thông tin đấu thầu mua hàng mới từ Ấn Độ và Brazil để quyết định xu thế giá trong ngắn hạn.

Mảng NPK còn nhiều biến động do chịu sự cạnh tranh gay gắt, chưa đem lại dòng tiền ổn định

Mặc dù Q3, mảng NPK cho thấy điều tích cực hơn khi lợi nhuận gộp phục hồi từ khoản lỗ 134 tỷ đồng tại Q2 (do chi phí hàng tồn kho cao và cạnh tranh gay gắt với hàng nhập khẩu, do thuế nhập khẩu giảm trong nhiều hiệp định thương mại tự do).

Có thể thấy bức tranh hiện tại và tương lai cho mảng này của DPM còn tương đối mịt mù và nhiều khó khăn.

KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: DPM

GIÁ URE PHÚ MỸ



Nguồn: Agromonitor

KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh số cải thiện không bù đắp lại tốc độ tăng của chi phí

Doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của DPM Q3 đạt 2.496 tỷ đồng (-32% yoy) và 93 tỷ đồng (-93% yoy). 9T đầu năm hoàn thành 60% kế hoạch doanh thu và 21% kế hoạch LNTT.

Tăng trưởng LNTT kém khả quan do giá bán ure trung bình ước tính giảm 35% YoY, giá khí đầu vào Q3 ước tính tăng 28% YoY và thu nhập tài chính giảm mạnh (-71% yoy). Sự lao dốc mạnh đã kéo lùi biên LNTT mặc cho trong sản lượng bán ure ước tính tăng 11% yoy và doanh thu từ sản phẩm nhập khẩu bật tăng 176%.

Giá bán trung bình thấp do sản lượng tiêu thụ trên đà giảm

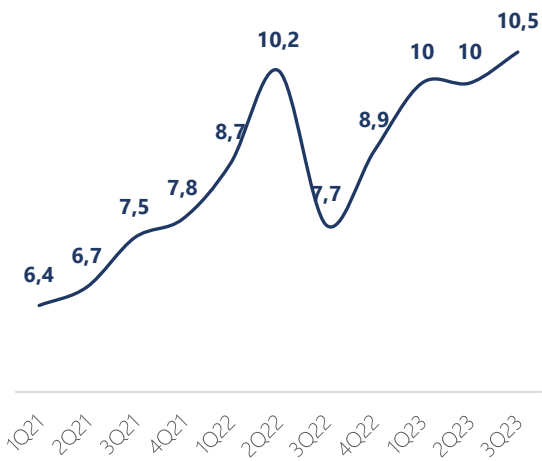
Mặc dù giá chào bán sản phẩm Ure Phú Mỹ có xu hướng tăng nhẹ, tuy nhiên sản lượng tiêu thụ vào các tháng cuối quý thấp, kéo giá trung bình xuống, đạt 9.266 VND (-3,4% qoq; -35% yoy). Bên cạnh mặt hàng Ure, giá bán TB NPK cũng không mấy khả quan, đạt 12.300 VND (-4% qoq; -90% yoy).

Kỳ vọng mùa cao điểm Q4 sẽ cải thiện giá bán Ure và NPK, tăng lần lượt 6% và 20% (Theo ước tính của DPM).

Thống kê sản lượng sản xuất và tiêu thụ DPM

	Đơn vị	Q3.22	Q3.23	yoy	9M.23	% plan	Q4 KH
Sản xuất							
Urea	Nghìn tấn	230	204	11%	589	75%	216
NPK	Nghìn tấn	43	36	-16%	103	52%	39
NH3	Nghìn tấn	18	14	-33%	37	56%	18
UHC85	Tấn	2,758	2,832	3%	8,84	71%	
Tiêu thụ							
Urea	Nghìn tấn	190	211	11%	691	86%	197
NPK	Nghìn tấn	27	35	30%	107	54%	39
Phân bón nhập khẩu	Nghìn tấn	25	69	176%	179	58%	76
NH3	Nghìn tấn	18	17	6%	46	66%	18
UHC85	Tấn	2,152	2,092	3%	5,577	79%	2,3
Co2	Nghìn tấn	15	12	-2%	30	67%	
Hóa chất dầu khí	Tấn	182	430	136%	1,073	161%	

Giá khí (bao gồm VAT)



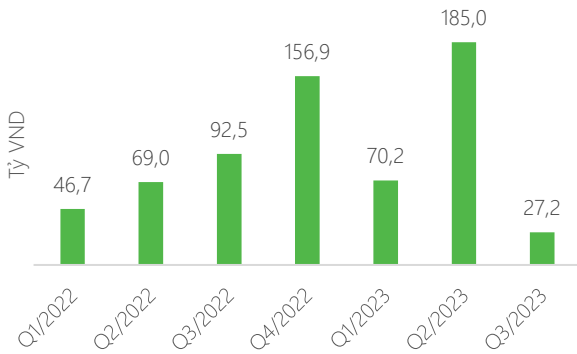
Nguồn: DPM

Giá khí đầu vào tăng mạnh, co hẹp biên lợi nhuận

Giá khí tăng mạnh do:

- (1) sản lượng khai thác từ bể khí giá rẻ Bạch Hổ và Rồng Đồi Mồi bị hạn chế. Theo ước tính của DPM, hiện có 15% khí được khai thác từ bể giá rẻ, 85% khí được khai thác từ các mỏ khí đất thuộc bể Cửu Long. Đây cũng là mỏ khí có chi phí vận chuyển cao nhất, ước tính đạt 4,5 USD/mmBTU. 9T/2023, giá khí đạt 10,5 USD/mmBTU (+36% yoy) và cao hơn 17% so với giá giả định ban đầu là 8,95USD/mmBTU.
- (2) Giá dầu nhiên liệu FO tăng 7% so với cùng kỳ. Giá FO là tiêu chuẩn ước tính giá khí DPM, thường có mối tương quan cùng chiều với giá dầu Brent.
- (3) Tỷ giá USD/VND neo cao từ tháng 4 đến nay.

Doanh thu hoạt động tài chính



Nguồn: DPM

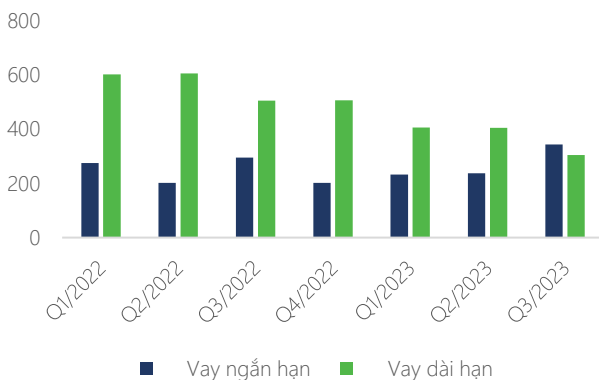
Mảng tài chính cũng thể hiện kết quả kinh doanh có phần sa sút

Q3/2023 doanh thu tài chính đạt 27 tỷ (-85% qoq; -70% yoy).

Mặc dù mức lãi suất đi ngang, tuy nhiên doanh thu tài chính sụt giảm mạnh. Phía DPM lý giải do Q2 công ty đã ghi nhận trước một phần lãi.

Nhìn chung, khoản tiền gửi hàng quý cũng như doanh thu tài chính của DPM chưa thực sự đem lại dòng tiền đều và ổn định.

Dư nợ DPM



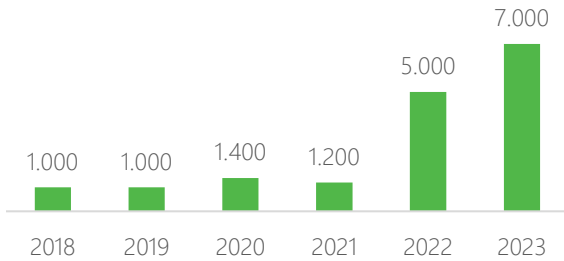
Nguồn: DPM

Tắt toán dần các khoản vay dài hạn do nhu cầu về tài sản cố định thấp

Dư nợ vay ngắn hạn và dài hạn Q3/2023 đạt lần lượt 342 tỷ (+16% yoy) và 304 tỷ (-39% yoy).

Các khoản vay dài hạn giảm dần đều qua các quý, trái lại, khoản vay ngắn hạn có xu hướng tăng. Hiện tại, DPM chỉ có nhu cầu nâng cấp và bảo trì nhà máy, không xây dựng mới, vì vậy việc chuyển dịch cơ cấu khoản vay, phân bổ tỷ trọng lớn vào vay ngắn hạn là hợp lý.

CỔ TỨC TIỀN MẶT



ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Từ 2018-2023, DPM duy trì kế hoạch trả cổ tức Tiền tỷ lệ 10% - 70%. Tỷ suất cổ tức năm 2023 cao nhất trong 5 năm vừa qua, tương đương với tỷ suất cổ tức trung bình là 23% (theo giá đóng cửa ngày 06/11/2023).

Nhìn chung, DPM đã duy trì chính sách cổ tức tiền mặt cao và tương đối đều đặn do HĐKD đã đi vào thời kỳ ổn định và ít dư địa tăng trưởng. DPM là cổ phiếu phù hợp đối với nhà đầu tư nắm giữ trung-dài hạn.

Định giá

P/E của DPM (tại giá đóng cửa (06/11/2023) đạt 7,92 lần, thấp hơn so với mức P/E trung bình 5 năm (9,62 lần) và mức trung bình ngành (16,04 lần).

Dự phóng kết quả kinh doanh

Giả định sản lượng tiêu thụ Ure và NPK của DPM đạt lần lượt 839 nghìn tấn và 150 nghìn tấn, giá bán trung bình Q4 Ure và NPK đạt lần lượt 9.730 và 14.600 VND/kg. DSC ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của 2023 sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt -31% và -73%, đạt lần lượt 12.756 tỷ và 1.722 tỷ.

EPS fw đạt 3.620 VND, P/E fw 7,7 lần, **giá mục tiêu của 2023 là 35.000 VND/cp, upside 10%** so với giá đóng cửa ngày 06/11/2023 là 31.800 VND/cp.

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	12.786	18.627	12.756
Tăng trưởng DTT	64%	45%	-31%
Giá vốn hàng bán	8.000	10.788	10.204
SG&A	1.241	1.533	1.020
Lợi nhuận tài chính	101	280	240
Lợi nhuận khác	153	18	6
LNTT	3.799	6.605	1.772
Tăng trưởng LNTT	348%	73%	-73%

BIỂU ĐỒ GIÁ



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Vân Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn