

DPM – TRUNG LẬP

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 30/05/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	32.000
KLGD TB 10 ngày	2.225.200
Vốn hoá (nghìn đồng)	12.522
SL CPLH (triệu cp)	391,3
Giá mục tiêu	34.678
Upside	+8,4%

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 – KẾT QUẢ KINH DOANH GẶP NHIỀU KHÓ KHĂN

KQKD Q1/2023 kém khả quan với các chỉ tiêu giảm so với cùng kỳ. Doanh thu đạt 3.265 tỷ đồng (-44% yoy) và lợi nhuận gộp đạt 523 tỷ đồng (-81% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 262 tỷ đồng (-88% yoy). Sản lượng urê trong Q1 giảm do nhu cầu tiêu thụ nội địa thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm trước, và giá phân bón trên thị trường thế giới liên tục giảm khiến việc xuất khẩu không còn thuận lợi như trước nên áp lực tiêu thụ trong nước lại càng cao, cạnh tranh khốc liệt trong thời điểm thấp vụ, nguồn cung vượt xa cầu.

TRIỂN VỌNG

- (1) **Nhu cầu tiêu thụ trong năm 2023 được dự báo đi ngang so với năm 2022**
- (2) **Giá nguyên liệu đầu vào phụ thuộc giá dầu thế giới được dự báo giảm** do nguồn cung tăng trong bối cảnh nhu cầu suy yếu khiến giá urê khó tăng trở lại.
- (3) **Áp lực nguồn cung phân bón thế giới tăng do Nga và Trung Quốc nói lỏng biện pháp hạn chế hạn ngạch xuất khẩu phân bón.** Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ cung cấp lượng cung lớn ra thị trường. Nga có thể tiếp tục chính sách gia hạn hạn ngạch xuất khẩu phân đạm trong 6 tháng đến tháng 11 để hỗ trợ cho thị trường trong nước.
- (4) **Nhu cầu nhập khẩu phân bón để tiêu thụ nội địa của Ấn độ suy yếu** do chính sách giảm phụ thuộc phân bón nhập khẩu và hiện tượng thời tiết El Nino ảnh hưởng đến hoạt động tiêu thụ phân bón.
- (5) **Phân bón không được khấu trừ, hoàn thuế GTGT của hàng hóa, dịch vụ mua vào,** toàn bộ chi phí này phải tính vào chi phí sản xuất, ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất của nông dân khiến người nông dân vẫn phải mua phân bón nội địa với giá cao, làm giảm tính cạnh tranh của phân bón trong nước so với phân bón nhập khẩu.

Chúng tôi đưa dự phóng dựa trên giả định giá Urê cho năm 2023 ở mức 370 USD/tấn, giá dầu Brent ở mức 85 USD/thùng. Chúng tôi dự phóng **doanh thu 2023F đạt 13.731 tỷ đồng (-26% yoy), LNTT năm 2023F đạt 3.072 tỷ đồng (-54% yoy).**

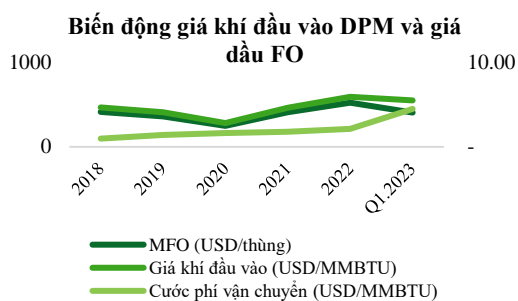
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dòng tiền DCF đưa ra giá mục tiêu của DPM là **34.678 đồng/cp** (+8,4% so với giá đóng cửa ngày 30/05/2023). Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với DPM.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (Tỷ đồng)	12.786	18.627	13.731	12.391
+/- yoy (%)	64,7%	45,7%	-26,3%	-9,8%
LNTT (Tỷ đồng)	3.799	6.646	3.072	2.007
+/- yoy (%)	348%	75%	-54%	-35%
ROA (%)	14%	10%	9%	9%
ROE (%)	20%	14%	12%	11%
EPS - TTM (đồng)	7.610	13.525	6.476	4.387

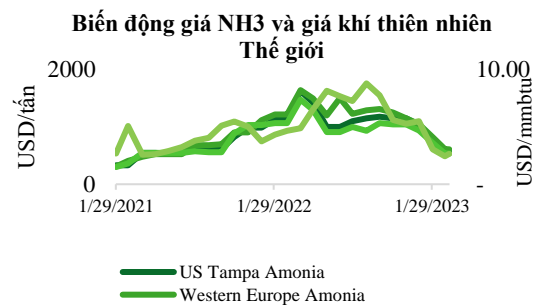
NHÌN LẠI KQKD Q1.2023

Chỉ tiêu	Q1/2022	Q1/2023	2023F	Diễn giải
Gía khí (mmbtu)	8,69	10		Gía dầu FO suy giảm, đồng thời 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.
+/-%		+15%		
Sản lượng Urê	246.891	213.167	800.000	- Nhu cầu tiêu thụ nội địa thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm trước.
+/-%		-14%	27%	- Giá phân bón trên thị trường thế giới liên tục giảm khiến việc xuất khẩu không còn thuận lợi như trước nên áp lực tiêu thụ trong nước lại càng cao, cạnh tranh khốc liệt trong thời điểm thấp vụ, nguồn cung vượt xa cầu.
Ure xuất khẩu	92.000	40.000		Năm 2023, giá phân bón trên thị trường thế giới liên tục giảm khiến việc xuất khẩu không còn thuận lợi như trước, do đó DPM đã đẩy mạnh bán hàng ở thị trường nội địa.
+/-%		-47%		
Ure tiêu thụ nội địa	154.891	173.167		
+/-%		-12%		
Gía urê	17.257	9.664		Sức mua thị trường nội địa và thế giới đều chịu tác động tiêu cực từ diễn biến khó lường của giá nguyên liệu đầu vào, giá nông sản bấp bênh, sự đứt gãy chuỗi cung ứng, dư thừa nguồn cung trong bối cảnh nhu cầu phân bón thấp đã khiến giá phân bón giảm mạnh. Giá urê trong tháng 4 về 302,5 USD/tấn thấp nhất kể từ năm 2021.
+/-%		-44%		
Sản lượng NPK	33.868	17.686	200.000	Sản lượng NPK tiêu thụ ở mức thấp do nhu cầu suy yếu do chưa đến mùa vụ trong bối cảnh nguồn cung cao. Bên cạnh đó giá NPK giảm ít hơn các loại phân bón đơn đã khiến người nông dân ưa chuộng phân đơn hơn. Giá bán trung bình Q1 của NPK đã giảm 9% yoy và giảm 16% qoq.
+/-%		-48%	9%	
Sản lượng NH3	16.479	11.671	70.000	Sản lượng tiêu thụ giảm -29% yoy chủ yếu do giá NH3 ở mức cao, giá bán trung bình Q1 chỉ giảm 28% yoy. Giá bán NH3 của DPM diễn biến khá tương đồng với diễn biến giá NH3 Thế giới. Giá bán NH3 thế giới tăng mạnh chủ yếu do hoạt động sản xuất và nhập khẩu NH3 gặp khó khăn.
+/-%		-29%	17%	
DT thuần (tỷ đồng)	5.884	3.265	17.372	Giá bán mặt hàng phân bón urê giảm mạnh (-44% yoy) và sản lượng kinh doanh mặt hàng phân bón giảm (-14% yoy).
+/-%		-43%	18,8%	

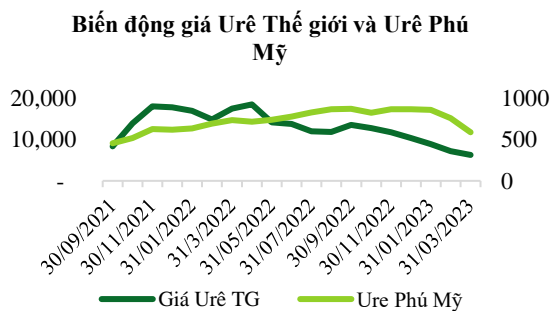
Biên LNG (%)	45,8%	16%		Giá bán phân bón giảm nhanh (-44% yoy), trong khi giá khí nguyên liệu đầu vào tăng cao (+15% yoy) đã khiến biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhanh.
LNST (tỷ đồng)	2.126	262	2.250	
+/-%		-88%	12%	



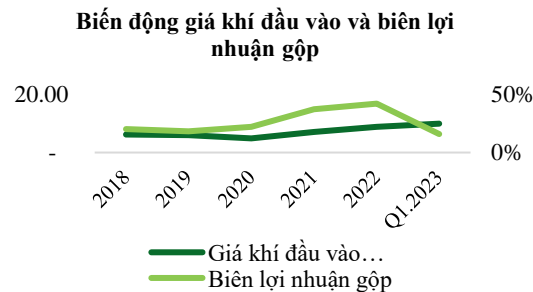
Nguồn: DPM, VCBS ước tính



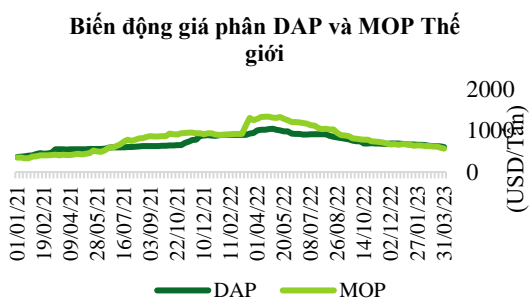
Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp



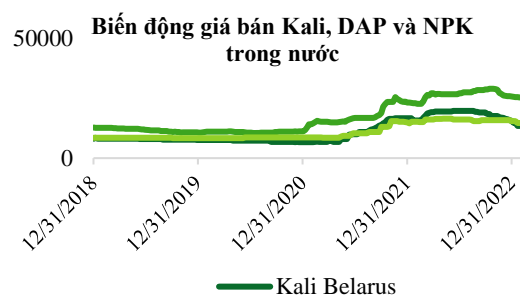
Nguồn: BFC, Bloomberg, VCBS tổng hợp



Nguồn: DPM, VCBS ước tính và tổng hợp

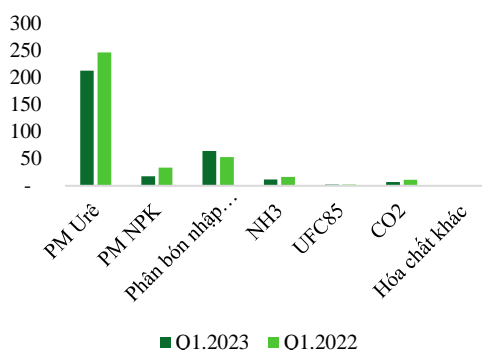


Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

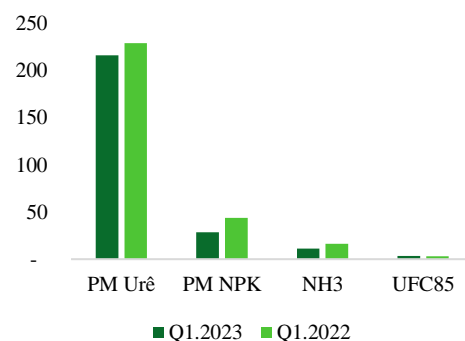


Nguồn: Agromonitor, VCBS tổng hợp

Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)



Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)



Nguồn: DPM, VCBS

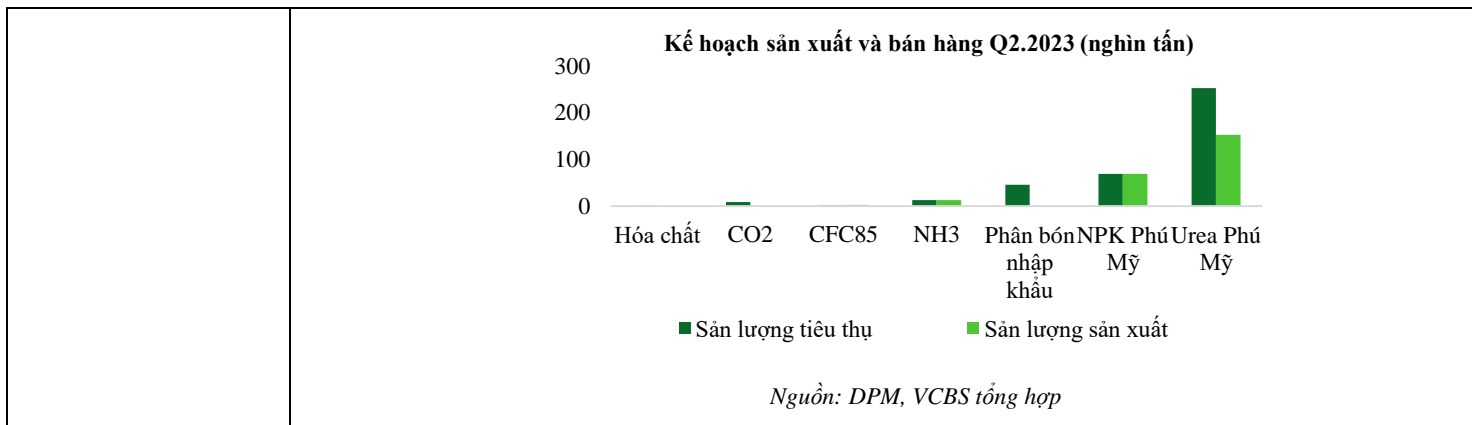
📌 Kế hoạch kinh doanh Q2.2023

Mục tiêu tăng trưởng sản lượng tiêu thụ urê và NPK cao so với Q1 do kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ được dự báo tăng trong Q2 do vụ hè thu thường là vụ mùa nông sản cao điểm của năm. DPM dự kiến gia tăng sản lượng bán hàng bằng cách tập trung tiêu thụ sản phẩm ở thị trường nội địa và cố gắng đẩy mạnh xuất khẩu sang các quốc gia có nhu cầu tiêu thụ phân bón cao ở khu vực Châu Á như Nhật Bản và Ấn Độ.

Giá urê Thế giới kỳ vọng đi ngang trong quý 2 hoặc có thể sẽ giảm thấp hơn mức 345 USD/tấn do thị trường phân bón toàn cầu vẫn tiếp tục chịu áp lực từ việc dư cung trong bối cảnh nhu cầu vẫn hạn chế (nhu cầu nhập khẩu phân bón của Ấn Độ vẫn yếu). Giá phân bón giảm sẽ khuyến khích người nông dân gia tăng khả năng chi trả cho phân bón.

Mùa mưa cận kề cũng sẽ giúp cải thiện doanh số bán hàng nội địa. Vì vậy doanh nghiệp kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nội địa trong Q2 sẽ cải thiện tốt hơn Q1. Sản lượng tiêu thụ Q2 và Q3 thường tốt hơn trong năm vì từ tháng 5 đến tháng 7 hằng năm là vụ hè thu của năm.

Sản lượng tiêu thụ (1000 tấn)	Q1.2023	Q2.2023 (KH)	Q2.2023/Q2.2022
PM Urê	213	253	24%
PM NPK	18	200	53%
Phân bón nhập khẩu	64	310	-10%
NH3	12	70	-33%
UFC85	2	8,5	-29%
CO2	7	45	-28%
Hóa chất khác	0,3	0,7	-41%

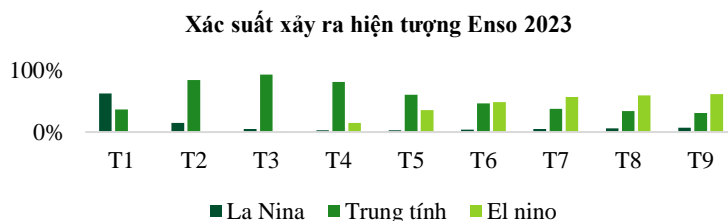


TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Nhu cầu tiêu thụ nội địa phân bón năm 2023 được dự báo đi ngang so với năm 2022. Sản lượng tiêu thụ trong quý 2 được dự báo cải thiện hơn so với quý 1 do bước vào vụ hè thu cao điểm trong năm.

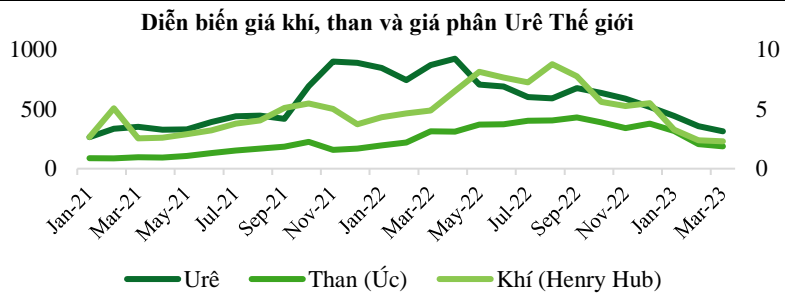
Mùa mưa trong nước bắt đầu từ Quý 2 (bắt đầu từ tháng 5 và kéo dài đến tháng 10 hằng năm) sẽ hỗ trợ hoạt động canh tác nông nghiệp. Theo IRI, trạng thái trung tính bắt đầu từ tháng 3 và kéo dài đến tháng 6 trước khi bước sang El Nino (xác suất khoảng 70-80%) và có thể kéo dài sang đầu năm 2024.

Mặc dù trong điều kiện El Nino thường gây thiếu hụt lượng mưa trong hầu hết các vùng trong cả nước, phổ biến từ 25 đến 50% (rõ rệt nhất là Bắc Trung Bộ). Tuy nhiên, một số đợt El Nino đã cho những kỷ lục về lượng mưa lớn nhất trong 24h và số tháng liên tục hụt mưa ở một số nơi, cho thấy El Nino làm tăng tính biến động của mưa ở Việt Nam. Điều kiện khí hậu như trên sẽ khiến lượng mưa ở Việt Nam nằm trên mức trung bình trong 1H2023 tại hầu hết các khu vực canh tác trên cả nước. Qua đó, thúc đẩy người dân gia tăng diện tích canh tác, kéo theo nhu cầu sử dụng phân bón tăng trong quý 2 năm 2023.



Giá phân bón phụ thuộc nguyên vật liệu đầu vào (khí, than) được dự báo giảm do nguồn cung tăng trong bối cảnh nhu cầu suy yếu

Theo Ngân hàng Thế giới, sản lượng than dự kiến sẽ tăng mạnh để đáp ứng nhu cầu của các nhà máy điện than. Nguồn cung dự kiến tăng và nhu cầu suy yếu do suy thoái kinh tế toàn cầu sẽ ảnh hưởng đến giá than trong năm 2023. Đối với giá khí đốt tự nhiên, sự phụ thuộc của Châu Âu vào khí đốt tự nhiên trong năm 2023 có thể không đáng kể như năm 2022 do khu vực này chuyển sang khai thác các nguồn năng lượng khác, chẳng hạn như than đá và năng lượng tái tạo. Điều này, cùng với nhu cầu giảm do suy thoái kinh tế, có thể sẽ kéo giá khí đốt tự nhiên xuống trong năm 2023.

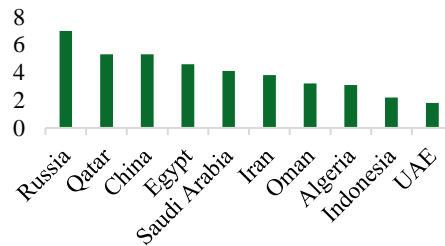


Nguồn: Indexmundi, VCBS tổng hợp

Áp lực nguồn cung phân bón Thế giới tăng do Nga và Trung Quốc nới lỏng biện pháp hạn chế hạn ngạch xuất khẩu phân bón

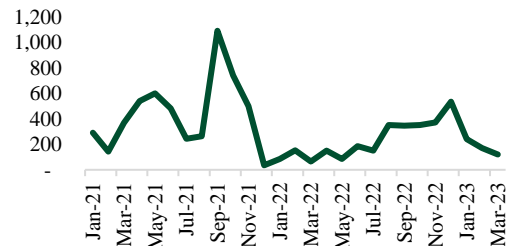
Trung Quốc là quốc gia xuất khẩu phân bón lớn thứ 3 thế giới (chiếm khoảng 13% tổng giá trị xuất khẩu toàn cầu). Do đó, việc Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ cung cấp một lượng cung lớn ra thị trường. Tuy nhiên Trung Quốc vẫn chưa đưa ra bất kỳ thông báo nào về chính sách xuất khẩu phân bón của nước này từ năm 2023 trở lại. Về phía Nga, quốc gia xuất khẩu phân bón lớn nhất Thế giới đã gia hạn hạn ngạch xuất khẩu phân đạm đến tháng 5/2023, nâng hạn ngạch lên gần 11,8 triệu tấn so với 8,3 triệu tấn như trước đây. Mới đây, Nga cho biết có thể tiếp tục chính sách gia hạn hạn ngạch xuất khẩu phân đạm trong 6 tháng, bắt đầu từ tháng 5/2023 cho đến tháng 11/2023 để giúp hỗ trợ cho thị trường trong nước.

10 Quốc gia xuất khẩu phân bón lớn nhất 2021



Nguồn: IFA, VCBS tổng hợp

Khối lượng xuất khẩu Urea Trung Quốc (tỷ USD)

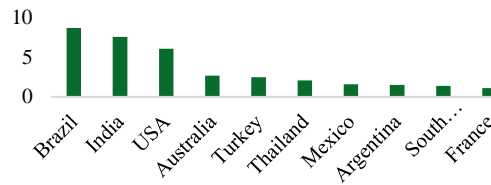


Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Nhu cầu nhập khẩu phân bón để tiêu thụ nội địa của Ấn Độ suy yếu do chính sách giảm phụ thuộc phân bón nhập khẩu và hiện tượng thời tiết El Nino ảnh hưởng đến hoạt động tiêu thụ phân bón.

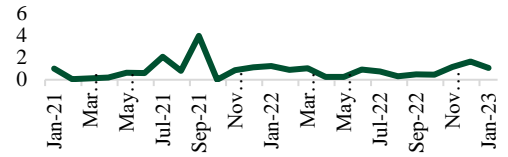
Ấn Độ là quốc gia nhập khẩu urê thứ 2 Thế giới năm 2021. Nhập khẩu Urê từ Ấn Độ đang có xu hướng giảm do quốc gia này tăng cường sản xuất nội địa, giảm phụ thuộc vào hàng nhập khẩu. Năm 2022, lượng nhập khẩu ure ghi nhận giảm khoảng 17% so với năm 2021. Ấn Độ đặt mục tiêu chấm dứt nhập khẩu urê từ năm 2025 khi quốc gia này tăng cường năng lực sản xuất trong nước với việc đưa vào vận hành các nhà máy mới. Bên cạnh đó, cơ quan dự báo thời tiết tư nhân Skymet của Ấn Độ cho biết, hiện tượng El Nino xuất hiện trong năm 2023, Ấn Độ nhiều khả năng có lượng mưa gió mùa dưới mức bình thường. Các khu vực miền Bắc và miền Trung, vốn đang phải đối mặt với tình trạng thiếu độ ẩm kéo dài, dự báo sẽ tiếp tục trải qua hạn hán, ảnh hưởng đến hoạt động trồng trọt và tiêu thụ phân bón.

10 Quốc gia nhập khẩu phân bón 2021



Nguồn: IFA, VCBS tổng hợp

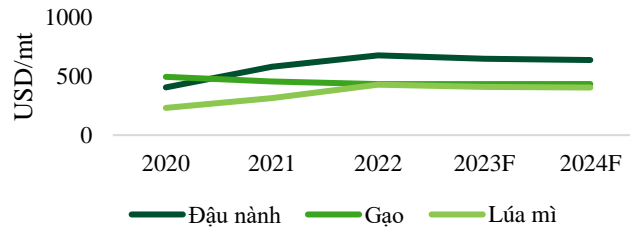
Khối lượng Ure Ấn Độ nhập khẩu (triệu tấn)



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Giá nông sản Thế giới được Rabobank dự báo giảm do lo ngại kinh tế Thế giới giảm tốc sẽ làm nhu cầu phân bón giảm.

Dự báo giá nông sản chính



Nguồn: World Bank, VCBS tổng hợp

Quý 4 và Quý 1 hàng năm thường được coi là mùa cao điểm vụ đông xuân. Tuy nhiên, giá ure không tăng trong quý 4 năm 2022 và quý 1 năm 2023. Điều này phản ánh nhu cầu tiêu thụ phân bón Thế giới đang suy yếu và nhu cầu có thể tiếp tục giảm đi vào năm 2023.

Phân bón trong nước bất lợi từ chính sách thuế giá trị gia tăng phân bón Luật thuế 71 quy định phân bón không chịu thuế VAT

Luật số 71/2014/QH13 ngày 26/11/2014 của Quốc hội quy định, phân bón là mặt hàng thuộc đối tượng không chịu thuế giá trị gia tăng (GTGT) kể từ ngày 1/1/2015. Do đó, doanh nghiệp sản xuất phân bón không được khấu trừ, hoàn thuế GTGT của hàng hóa, dịch vụ mua vào, toàn bộ chi phí này phải tính vào chi phí sản xuất, ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất của nông dân khiến người nông dân vẫn phải mua phân bón nội địa với giá cao. Do đó người nông dân có xu hướng chuyển qua dùng phân bón nhập khẩu do giá cả cạnh tranh hơn.

Bộ Công Thương đã đề nghị Chính phủ, Quốc hội sớm xem xét, sửa đổi Luật Thuế 71/2014/QH13 ngày 26/11/2014, bổ sung một số điều luật về thuế theo hướng đưa phân bón là mặt hàng chịu thuế VAT ở mức 0 - 5% để giảm khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước, đồng thời gia tăng tính cạnh tranh cho phân bón trong nước so với phân bón nhập khẩu.

ĐỊNH GIÁ

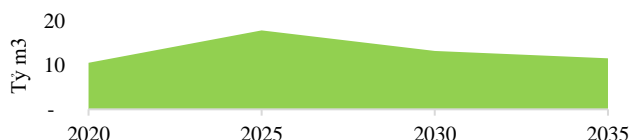
MĂNG URÊ

- (1) **Về sản lượng kinh doanh: nhu cầu tiêu thụ Urê được dự báo cải thiện** do 1) giá urê thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái và 2) giá nông sản (chủ yếu là gạo) dự kiến duy trì ở mức nền cao, giúp tăng khả năng chi trả phân bón cho người dân. Sau khi giảm 2% trong năm tài chính 2021 và 5% trong năm tài chính 2022, mức tiêu thụ phân bón toàn cầu được IFA dự đoán sẽ phục hồi 3% trong năm 2023 lên 194 triệu tấn chất dinh dưỡng (+5,9 triệu tấn), đưa mức tiêu thụ trở lại cao hơn mức của năm tài chính 2019. Tiêu thụ phân đạm dự kiến sẽ tăng 2%, phân lân và phân kali mỗi loại tăng 4% được ước tính dựa trên khả năng chi trả phân bón (mức biến động của giá nông sản so với giá phân bón) và tình hình nguồn cung của các loại phân bón.
- (2) **Về giá bán: Giá urê trung bình hiện tại ở Trung Đông được kỳ vọng đã chạm đáy**, DPM cũng kỳ vọng giá trung bình urê trong năm 2023 đạt 400 USD/tấn, điều này sẽ kích thích nhu cầu urê cao hơn trong những tháng tới. Chúng tôi dự báo giá urê trung bình cho năm 2023 là 370 USD/tấn 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.

Dự báo giá Urê	2023F
WorldBank	650 USD/tấn
Fitch Solutions	500 USD/tấn

- (3) **Biên lợi nhuận gộp dự báo thu hẹp: Nguồn khí dầu 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

Giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu Brent Thế giới. EIA dự báo dầu Brent giao ngay trung bình là 85.01 USD/thùng trong năm 2023.

Dự báo giá dầu Brent	2023F
Bof	100 USD/thùng
EIA	85,01 USD/thùng
WorldBank	92 USD/thùng
Fitch Solutions	95 USD/thùng

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

Theo đó, chúng tôi giả định giá khí dầu vào trung bình của DPM năm 2023 sẽ giảm 5,41% yoy do chúng tôi kỳ vọng giá dầu nhiên liệu thấp hơn (-15,5% yoy) sẽ bù đắp cho tỷ lệ khí cao hơn từ các mỏ khí giá cao ở bể Cửu Long.

Dự phóng giá khí dầu vào	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Brent oil (USD/thùng)	85,01	81,21	70,00	70,00	70,00
MFO (USD/tấn)	452	432	372	372	372
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	5,20	4,97	4,28	4,28	4,28
Cước phí vận chuyển (USD/MMBTU)	2,49	2,54	2,59	2,64	2,69
Giá khí (bao gồm VAT)	8,46	8,26	7,56	7,62	7,68

Chỉ tiêu	2022	2023F	2024F	Nhận định
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	791.000	800.000	840.000	Năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Urê đạt 800 nghìn tấn (+1% yoy), sản lượng xuất khẩu chiếm 25% tổng sản lượng. Mặc dù DPM sẽ có đợt bảo dưỡng kéo dài 1 tháng dự kiến trong quý 2 nhưng công ty đã dự trữ hàng tồn kho để bù đắp sản lượng thiếu hụt trong kỳ bảo dưỡng. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của DPM từ năm 2027 sẽ ổn định ở mức 820 nghìn tấn (102,5% CSTK).
Giá phân urê (đồng/kg)	15.411	8.497	7.553	Chúng tôi dự phóng giá phân urê sẽ đạt trung bình 8.497 đồng/kg, (-45% yoy), với giả định giá urê sẽ hạ nhiệt và về mức 370 USD/tấn trong năm 2023. Trong giai đoạn 2024F-2027F, giá phân urê ước tính sẽ dao động quanh mức 6.609 – 7.553 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	2,429,492	1,576,933	1,544,521	1,518,289	1,492,387
Chi phí phi tiền mặt	537,538	496,333	433,017	433,935	436,427
Đầu tư TSCĐ	(29,400)	(25,863)	(25,074)	(24,684)	(24,694)
Đầu tư Vốn lưu động	828,061	37,054	172,273	4,979	(48,754)
Vay nợ ròng	84,110	(205,244)	(222,689)	(91,586)	2,944
Dòng tiền	3,849,801	1,879,213	1,902,047	1,840,933	1,858,311

FCFF	2023	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận sau thuế	2,429,492	1,576,933	1,544,521	1,518,289	1,492,387
Chi phí phi tiền mặt	537,538	496,333	433,017	433,935	436,427
Lãi vay sau thuế	56,037	40,027	23,831	7,635	0
Đầu tư TSCĐ	(29,400)	(25,863)	(25,074)	(24,684)	(24,694)
Đầu tư Vốn lưu động	828,061	37,054	172,273	4,979	(48,754)
Dòng tiền	3,821,729	2,124,484	2,148,568	1,940,154	1,855,367

Tỷ trọng từng phương pháp định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
FCFF	35.194	50%
FCFE	34.163	50%
Giá trị hợp lý	34.678 đồng/cp	

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho năm 2023 của DPM là **34.678 đồng/cổ phiếu** (upside 8,4% so với giá đóng cửa ngày 30/05/2023).

THÔNG TIN KHÁC

DPM đã hoàn thành vượt tiến độ đợt bảo dưỡng tổng thể định kỳ năm 2023

Nhà máy Đạm Phú Mỹ đã hoàn thành vượt tiến độ đợt bảo dưỡng tổng thể (BDTT) định kỳ năm 2023 trong 26 ngày nhanh hơn 4 ngày so với kế hoạch (30 ngày) và đã cho ra sản phẩm urê và sản phẩm Amonia trở lại vào ngày 22/4/2023 góp phần đảm bảo nguồn cung cho thị trường trong bối cảnh cả nước sắp bước vào vụ chăm bón quan trọng trong năm.

Tỷ suất cổ tức hấp dẫn. DPM đã có đợt chi trả cổ tức đầu tiên năm 2022 với 40% mệnh giá (tỷ suất cổ tức 9,5%) và cổ tức đợt 2 sẽ được chi trả với 30% mệnh giá (tỷ suất cổ tức 7,2%) vào tháng 6 năm 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

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.

Rủi ro mất vốn đối với các khoản đầu tư vào công ty liên kết.

Ngoài rủi ro đối với các khoản phải thu từ công ty liên kết, DPM vẫn tiềm ẩn rủi ro mất vốn đầu tư vào CTCP Hóa dầu và Xơ sợi Việt Nam (VNPOLY). Tình hình tài chính của VNPOLY vẫn đang trong tình trạng khó khăn do các công nợ của các nhà cung cấp từ những năm trước còn tồn đọng nhiều. Toàn bộ phần vốn, khoản phải thu và trách nhiệm với các khoản nợ tương ứng tỷ lệ góp vốn 25,99% tại VNPOLY của DPM tổng cộng là ~1.200 – 2.000 tỷ đồng.

BẢNG CÂN ĐỐI TOÁN (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Tiền và các khoản tương đương tiền	2,728,646	2,921,106	4,040,061	5,075,628	6,135,217
Các khoản đầu tư ngắn hạn	7,080,000	7,080,000	7,080,000	7,080,000	7,080,000
Các khoản phải thu	383,376	358,999	343,061	343,875	344,155
Hàng tồn kho	2,986,957	2,955,371	2,744,559	2,784,197	2,815,332
Tài sản ngắn hạn khác	486,854	441,314	411,539	413,060	413,582
Tài sản ngắn hạn	13,665,833	13,756,789	14,619,221	15,696,761	16,788,286
Phải thu dài hạn	1154.1	1154.1	1154.1	1154.1	1154.1
Tài sản cố định	2,975,882	2,515,674	2,117,993	1,719,004	1,317,533
Các khoản đầu tư dài hạn	41,768	41,768	41,768	41,768	41,768
Tài sản dài hạn khác	403,022	403,022	403,022	403,022	403,022
Tài sản dài hạn	3,611,704	3,141,234	2,733,290	2,324,039	1,912,305
TỔNG TÀI SẢN	17,277,536	16,898,023	17,352,511	18,020,800	18,700,591
Nợ ngắn hạn	3,037,648	2,947,738	2,870,429	2,917,611	2,901,144
Nợ dài hạn	675,367.07	469,414.83	262,477.37	165,575.41	167,601.98
NỢ PHẢI TRẢ	3,713,015	3,417,153	3,132,906	3,083,186	3,068,746
Vốn cổ phần	3,914,000	3,914,000	3,914,000	3,914,000	3,914,000
Thặng dư vốn cổ phần	21179.9	21179.9	21179.9	21179.9	21179.9
Lợi nhuận chưa phân phối	5917717.764	5802896.244	6519335.515	7211641.239	7880117.313
Cổ phiếu quỹ	-2296.8	-2296.8	-2296.8	-2296.8	-2296.8
Vốn khác	0	0	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	13,347,641	13,232,819	13,949,259	14,641,564	15,310,040
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	216,881	248,050	270,346	296,050	321,805
TỔNG NGUỒN VỐN	17,277,536	16,898,023	17,352,511	18,020,800	18,700,591

BÁO CÁO KQKD (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	13,730,770	12,391,071	11,515,176	11,559,907	11,575,264
GVHB	9,697,592	9,604,425	8,929,750	9,058,082	9,156,222
Lợi nhuận gộp	4,033,178	2,786,646	2,585,426	2,501,825	2,419,042
Chi phí SG&A	1,393,305	1,257,361	1,168,481	1,173,020	1,174,579
THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	3,071,618	2,006,801	1,955,194	1,926,662	1,894,351
Doanh thu tài chính	508,315	534,010	574,044	613,494	656,046
Chi phí tài chính	76,570	56,494	35,795	15,637	6,159
LNTT	3,071,618	2,006,801	1,955,194	1,926,662	1,894,351
LNST	2,459,957	1,608,103	1,566,817	1,543,992	1,518,143
Lợi ích của cổ đông thiểu số	30,465	31,169	22,296	25,703	25,756
LNST cổ đông công ty mẹ	2,429,492	1,576,933	1,544,521	1,518,289	1,492,387
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	5,711	3,707	3,630	3,569	3,508

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	3,529,894	1,989,168	2,071,238	1,856,357	1,785,858
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(29,400)	(25,863)	(25,074)	(24,684)	(24,694)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(2,655,690)	(1,770,844)	(927,209)	(796,106)	(701,576)
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	844,804	192,460	1,118,955	1,035,568	1,059,588
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,883,841	2,728,646	2,921,106	4,040,061	5,075,628
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,728,646	2,921,106	4,040,061	5,075,628	6,135,217
ROE	18%	12%	11%	11%	10%
ROA	14%	10%	9%	9%	8%
D/A	5%	3%	2%	2%	1%

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>