

Ngành Phân bón

Báo cáo lần đầu

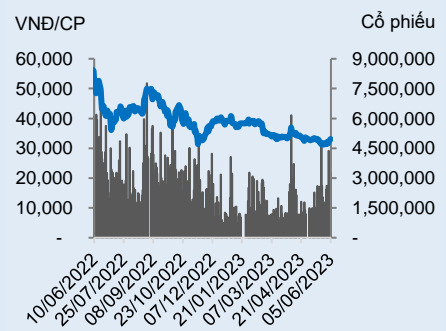
Tháng 6, 2023

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	36.300
Giá thị trường (05/06/2023)	33.100
Lợi nhuận kỳ vọng	9,7%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	31.200-56.411
Vốn hóa	12.953 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	391.334.260
KLGD bình quân 10 ngày	2.401.847
% sở hữu nước ngoài	15,28%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	5.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	15%
Beta	0,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DPM	-16,2%	0,3%	-3,1%	-14,2%
VN-Index	5,2%	4,2%	4,0%	5,5%

Chuyên viên phân tích
Tôn Nữ Nhật Minh
 (84 28) 3914.6888 ext. 260
 minhntn@bvsc.com.vn

Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí

Mã giao dịch: DPM

Reuters: DPM.HM

Bloomberg: DPM VN

Triển vọng kém khả quan trong 2023

Cập nhật quả kinh doanh Q1/2023: DPM công bố kết quả kinh doanh quý 1/2023 với doanh thu thuần đạt 3.265 tỷ đồng (-44%YoY) và LNST đạt 262 tỷ đồng (-88%YoY) - đây là mức lãi thấp nhất trong vòng 2 năm trở lại đây của DPM. Biên lợi nhuận cũng giảm mạnh từ 48,4% về mức 16%. Ban lãnh đạo cho biết, trong Q1/2023, giá bán và sản lượng kinh doanh các loại phân bón do Công ty sản xuất đều giảm (đặc biệt giá bán Ure giảm 44%) trong khi đó giá khí trung bình tăng 15% so 2022 dẫn đến lợi nhuận quý 1 giảm.

Điểm nhấn đầu tư

Nhu cầu Ure trong nước sẽ tăng trong 2023: DPM kỳ vọng tiêu thụ Ure trong nước sẽ phục hồi vào năm 2023 nhờ: (1) giá Ure hạ nhiệt; và (2) Trung Quốc mở cửa tác động tích cực tới các mặt hàng nông sản xuất khẩu sang Trung Quốc, dẫn tới nhu cầu tiêu thụ trong nước tăng. Công ty kỳ vọng tiêu thụ Ure trong nước sẽ phục hồi 12%-16% YoY trong năm 2023 do giá giảm thúc đẩy nhu cầu Ure tăng mạnh hơn.

Giá Ure sẽ duy trì ổn định từ quý 2 nhờ nhu cầu phục hồi: Chúng tôi nhận định giá Ure có thể chạm đáy vào Q1/2023 và phục hồi dần từ giữa hoặc cuối quý 2 trở đi, với kỳ vọng: (1) một cuộc đấu thầu mua Ure của Ấn Độ có thể diễn ra trong Q2/2023; và (2) nhu cầu tiêu thụ nội địa phục hồi rõ rệt hơn trong tháng 5 khi mà mùa mưa đến gần và tháng 5–tháng 7 là mùa cao tiêu thụ phân bón để phục vụ cho vụ mùa Hè Thu.

Tiềm lực tài chính mạnh mẽ hỗ trợ cho việc chi trả cổ tức cao: DPM có tiềm lực tài chính mạnh mẽ với số dư tiền mặt ròng 8.700 tỷ đồng trong khi tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu -59% vào cuối năm 2022, hỗ trợ Công ty chi trả cổ tức tiền mặt cao và ổn định 3.000–4.000 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2023–2028 (Công ty dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt 2023 là 40%). Chúng tôi nhận định rằng DPM là cơ hội đầu tư nhận cổ tức hấp dẫn (với lợi suất cổ tức dao động từ 7,5%-13%) trong giai đoạn 2023-2028 trong bối cảnh giá Ure có xu hướng giảm và đi ngang, thay vì là cổ phiếu được giao dịch dựa theo diễn biến giá Ure.

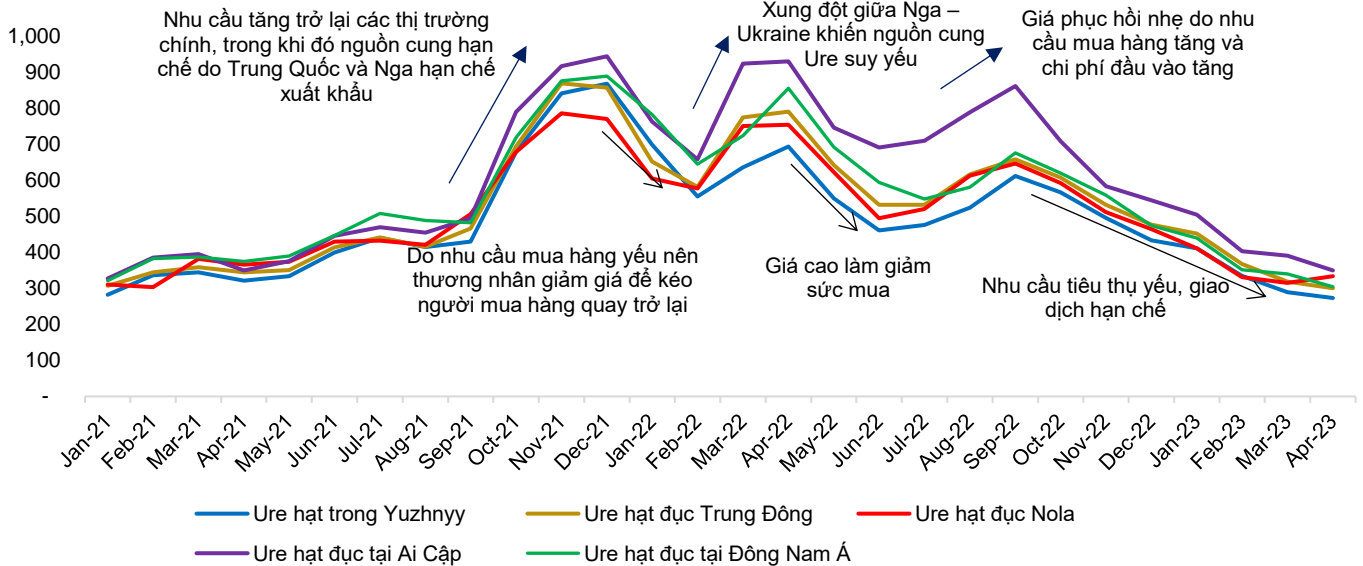
Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế Cổ đông công ty mẹ của DPM trong năm 2023 lần lượt đạt 14.080 tỷ đồng (-24%YoY) và 1.438 tỷ đồng (-74%YoY) do giá bán giảm mạnh. Ở mức giá hiện tại, DPM đang giao dịch tại mức P/E 2023 là 9,0x; cao hơn mức P/E trung bình 5 của doanh nghiệp là 7,4x. Với phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** cho DPM với giá mục tiêu là **36.300 đồng/cổ phiếu** – với tỷ suất sinh lời là 9,7%.

Nhận định thị trường Ure

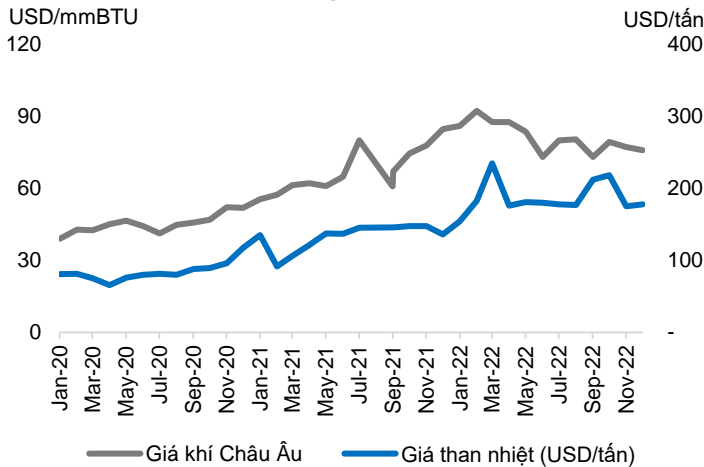
Giá Ure tăng vọt trong 2022

Giá Ure trong năm 2022 tăng 23-42% so với cùng kỳ năm 2021 do: (1) ảnh hưởng bởi xung đột Nga-Ukraine làm chi phí đầu vào sản xuất phân bón tăng cao khiến nguồn cung suy yếu tại châu Âu và việc vận chuyển phân bón từ Nga (chiếm ~18% sản lượng xuất khẩu Ure toàn cầu) gặp khó khăn; và (2) Trung Quốc hạn chế xuất khẩu phân bón để ngăn chặn sự thiếu hụt trên thị trường nội địa. Trong khi thị phần xuất khẩu Ure của Nga và Trung Quốc chiếm hơn 20% sản lượng xuất khẩu thế giới.

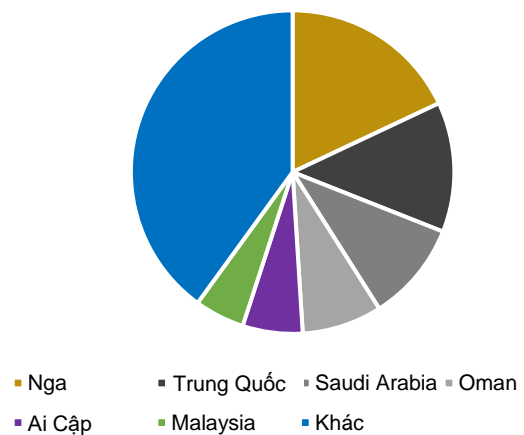
Diễn biến giá phân bón ure theo tháng (2021-2023)
(Đvt: USD/tấn)



Giá khí Châu Âu và khí than nhiệt đều lập đỉnh trong Q1/2022



Thị phần xuất khẩu phân Ure trên thế giới (theo sản lượng)



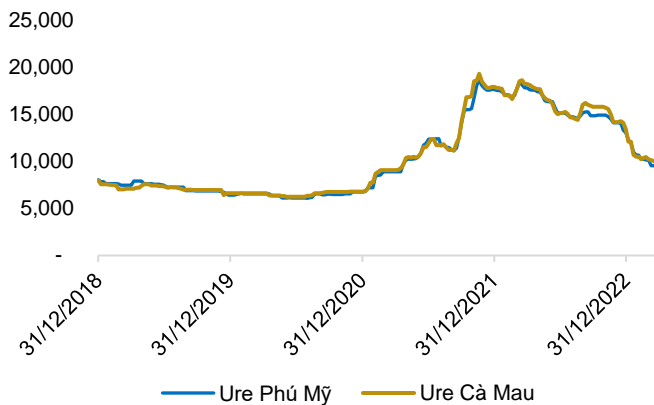
Nguồn: Agromonitor, Bloomberg, Worldbank

Nguồn cung phục hồi trong khi nhu cầu yếu tiếp tục gây áp lực giảm giá Ure trong Q1/2023

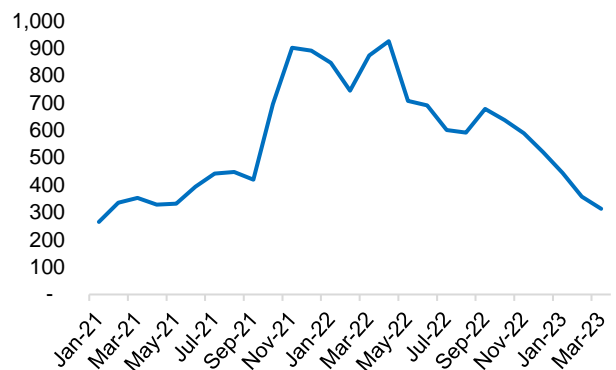
Nguồn cung phục hồi trong Q1/2023 nhờ: (1) Nga gia tăng hạn ngạch xuất khẩu phân bón trong 2023. Từ cuối năm 2022, Nga đã nâng mức tăng hạn ngạch xuất khẩu phân đạm từ 8,3 triệu tấn lên gần 11,8 triệu tấn đến tháng 5/2023; (2) Trung Quốc đẩy mạnh sản xuất trong nước khi hầu hết các nhà sản xuất đã khôi phục lại hoạt động từ các đợt bảo dưỡng trước đó ở khu vực Tân Cương và Nội Mông. Sản xuất phân bón tại Trung Quốc tăng mạnh lên 1,2 triệu tấn, đạt 83% công suất hoạt động của nhà máy, mức cao kỷ lục trong 2 năm qua. Bên cạnh đó, Trung Quốc cũng giảm thủ tục kiểm xuất khẩu từ 90 ngày xuống còn 45-60 ngày. Sản lượng xuất Ure của Trung Quốc đạt 530 nghìn tấn (+76%YoY) trong Q1/2023; (3) Hội đồng Liên minh Châu Âu đã thông qua quy định tạm thời đình chỉ mức thuế 6,5% đối với hàng nhập khẩu Ure (ngoại trừ hàng từ Nga và Belarus) từ 16/12/2022 đến hết 16/06/2023. Động thái này mở ra cho châu Âu một số nguồn cung nhập khẩu phân Ure từ Mỹ, Trung Đông, Nigeria và Đông Nam Á; và (4) Một số nhà máy sản xuất Ure mới ở Nga đã đi vào hoạt động trong Q1/2023.

Tuy nhiên, điều kiện thị trường kém thuận lợi với lượng hàng tồn kho cao và nhu cầu hạn chế do sức mua yếu, giá Ure thế giới vào cuối tháng 3 giảm xuống mức thấp nhất là 345 USD/tấn, giảm 68% từ mức đỉnh mức 1.100 USD/tấn từ tháng 10/2022. Tại Việt Nam, giá Ure cuối tháng 3 ở quanh mức 10.000 đồng/kg đối với hàng hạt đục và 9.200–9.500 đồng/kg đối với hàng hạt trong – giá này trở về lại mức giá tháng 5-6/2021.

Diễn biến giá phân Ure nội địa
(Đvt: VNĐ/kg)



Diễn biến giá Ure thế giới
(Đvt: USD/tấn)

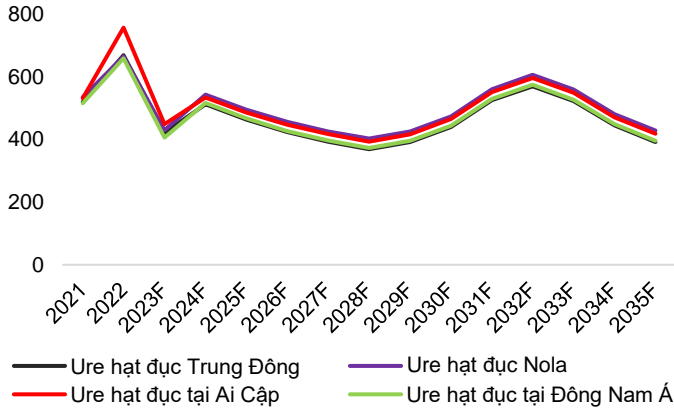


Nguồn: Indexmundi, Agromonitor

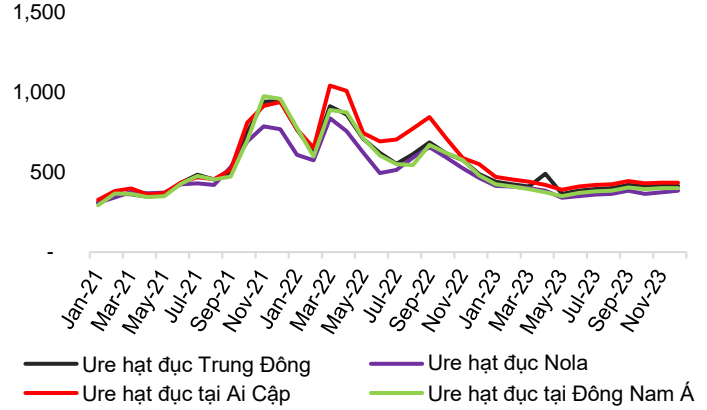
Giá Ure sẽ tăng nhẹ từ Q2/2023 nhờ nhu cầu tiêu thụ phục hồi nhưng vẫn sẽ duy trì ở mức thấp so với cùng kỳ

Chúng tôi nhận định giá Ure có thể chạm đáy vào Q1/2023 và phục hồi dần từ giữa hoặc cuối quý 2 trở đi, với kỳ vọng: (1) một cuộc đấu thầu mua Ure của Ấn Độ có thể diễn ra trong Q2/2023; và (2) nhu cầu tiêu thụ nội địa phục hồi rõ rệt hơn trong tháng 5 khi mà mùa mưa đến gần và tháng 5–tháng 7 là mùa cao tiêu thụ phân bón để phục vụ cho vụ mùa Hè Thu. S&P Global dự báo giá Ure các loại giao động từ mức 400-430 USD/tấn (-38%YoY).

Dự báo giá Ure theo năm (2021-2035F)
(Đvt: USD/tấn)

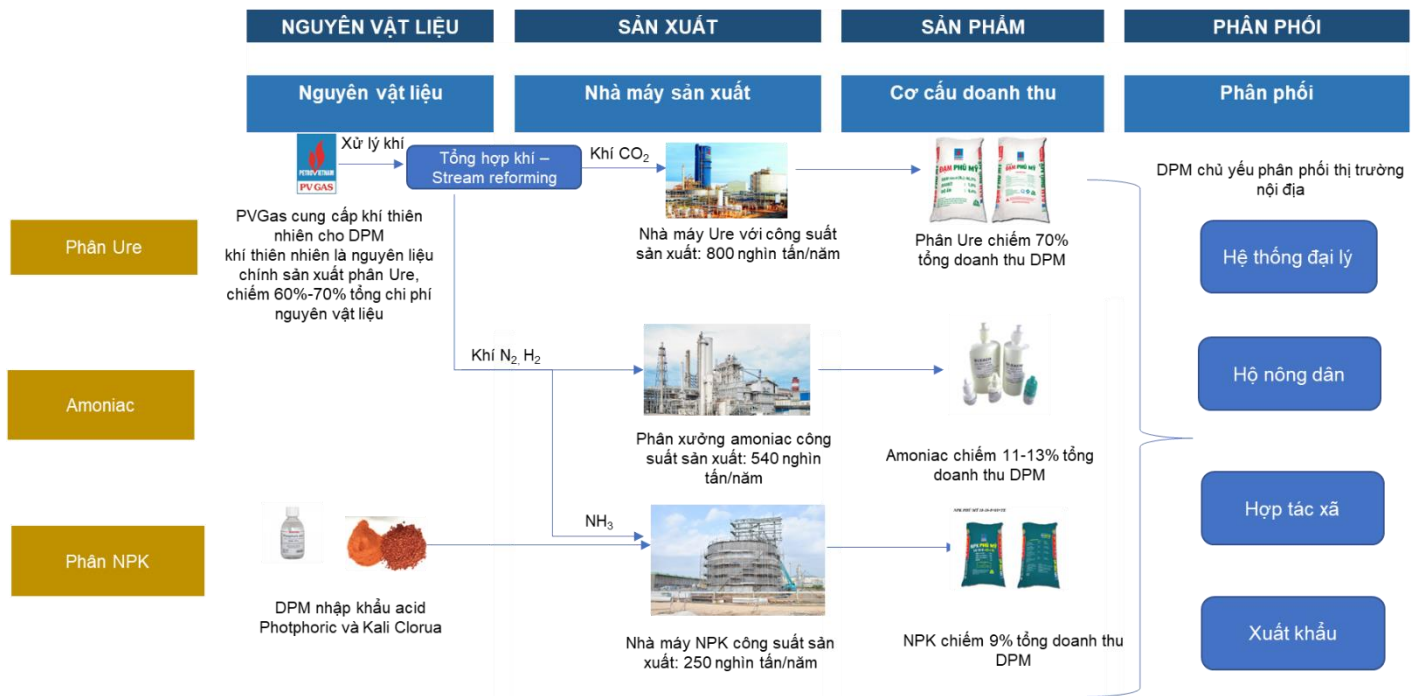


Dự báo giá Ure theo tháng (2021-2023F)
(Đvt: USD/tấn)



Nguồn: S&P Global

Chuỗi giá trị sản xuất



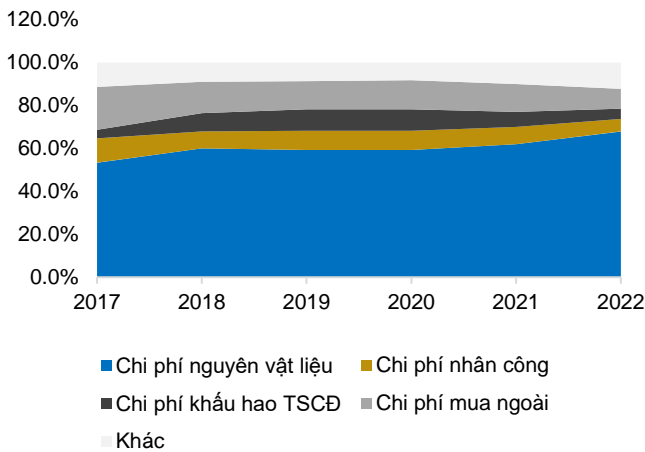
Nguồn: DPM

Nguyên liệu đầu vào – chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí sản xuất kinh doanh của DPM

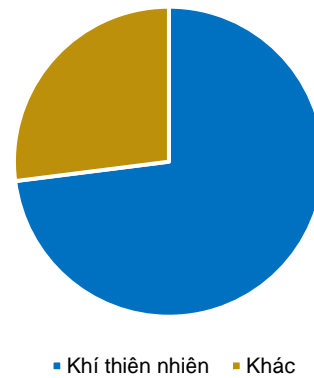
Chi phí nguyên vật liệu đầu vào chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí sản xuất của DPM, gần 70% tổng chi phí sản xuất năm 2022. Cụ thể, khí thiên nhiên dùng để sản xuất phân Ure chiếm ~50% giá thành sản phẩm, trong khi đó giá khí thiên nhiên biến động theo giá dầu FO thế giới, vì vậy sự biến động về giá cả và tính ổn định của nguồn cung dầu khí trên thế giới đều ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm 13-14% tổng chi phí sản xuất, chủ yếu là chi phí điện năng để thực hiện sản xuất

phân bón và hóa chất. Với đặc thù hoạt động sản xuất phân bón - hóa chất khá phức tạp, đội ngũ nhân công vận hành yêu cầu trình độ cao, chi phí nhân công hàng năm chiếm tỷ trọng khoảng 9-10%. Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng nhỏ (khoảng 4% trong năm 2017) và tăng mạnh từ năm 2018 do nhà máy NPK hóa học, dây chuyền NH₃ mở rộng chính thức vận hành. Chi phí khấu hao năm 2018-2022 duy trì ở mức 9-10% tổng chi phí sản xuất.

Cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố



Cơ cấu chi phí nguyên liệu

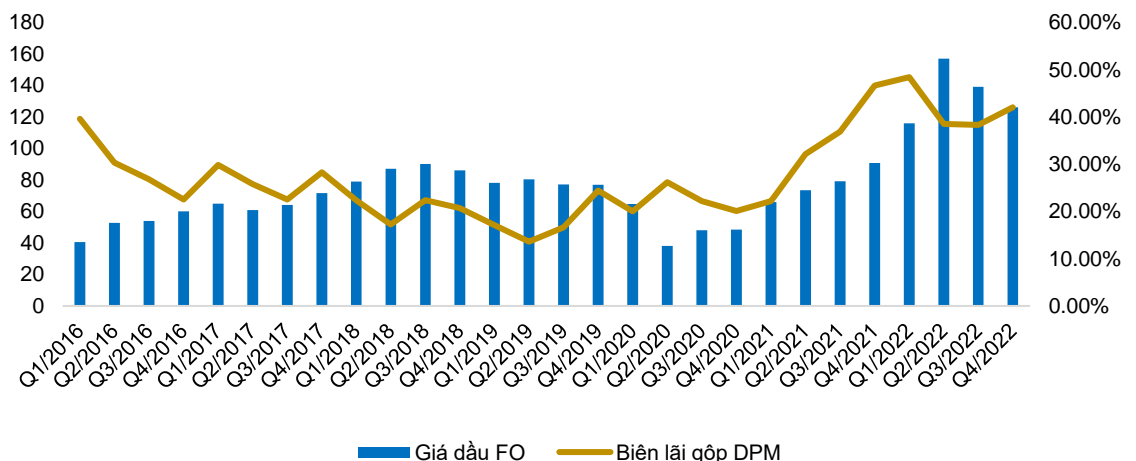


Nguồn: DPM

Chi phí khí thiên nhiên chiếm ~60%-70% tổng chi phí nguyên vật liệu và biến động theo giá dầu thế giới

Theo hợp đồng ký kết với PVN, giá khí nguyên liệu của DPM biến động theo giá dầu FO thế giới. Hơn nữa, DPM không tự chủ được nguyên liệu đầu vào nên khi giá dầu FO thế giới tăng cao và giá bán sản phẩm không tăng hoặc tăng không đủ bù đắp chi phí đầu vào thì sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới kết quả kinh doanh của Công ty. Đơn cử, giá khí bật tăng mạnh từ đầu 2018 (chi phí khí thiên nhiên chiếm 78% chi phí nguyên vật liệu) khiến biên lợi nhuận gộp của DPM giảm dần từ mức 29,8% (Q1/2017) xuống còn 20,7% (Q4/2018).

Biến động giá dầu FO và biên lãi gộp DPM
(Đvt: USD/thùng)

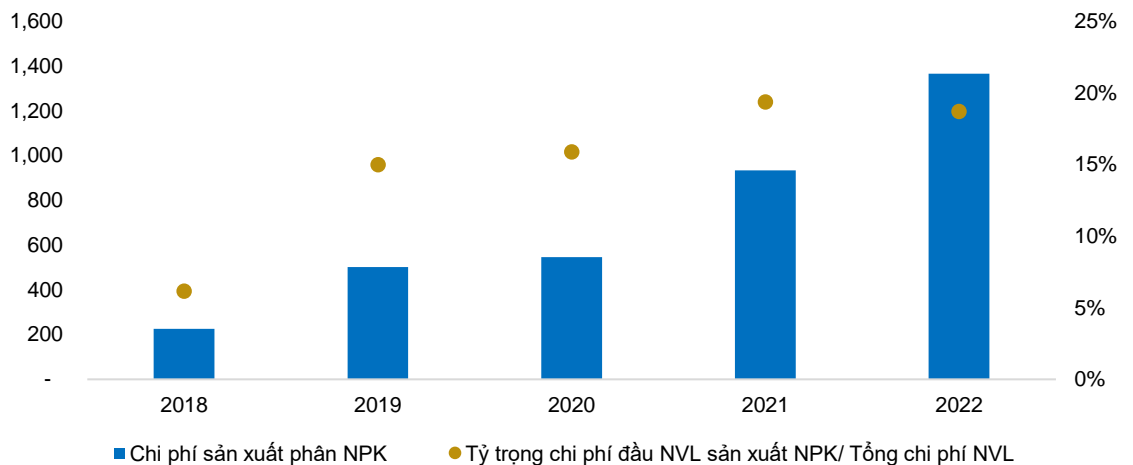


Nguồn: Investing.com, Fiiipro, DPM

Nguyên liệu sản xuất phân NPK – Tự chủ được NH₃, còn lại mua ngoài và nhập khẩu

Nguyên liệu đầu vào sản xuất phân NPK gồm có: hóa chất Amoniac (NH₃), các loại axit Phosphoric (H₃PO₄), axit Sulfuric (H₂SO₄) và phân Kali đơn. Trong đó, DPM có thể tự sản xuất NH₃ thông qua dây chuyền sản xuất hiện đại của hãng Haldor Topsoe (Đan Mạch) với tổng công suất thiết kế là 540.000 tấn/năm, vừa cung cấp đủ cho cả sản xuất nội bộ (nhà máy Urê và NPK) và bán cho bên thứ ba (chủ yếu là các nhà máy nhiệt điện, sản xuất bột ngọt, cao su). Đối với các nguyên liệu đầu vào khác như axit H₃PO₄, H₂SO₄ và phân đơn Kali; DPM mua từ các nhà máy hóa chất trong nước và nhập khẩu.

Chi phí nguyên liệu sản xuất phân NPK của DPM
(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: DPM, BVSC ước tính

Quy mô sản xuất lớn và ứng dụng công nghệ hiện đại trong sản xuất Urê giúp DPM tạo lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp đạm – than

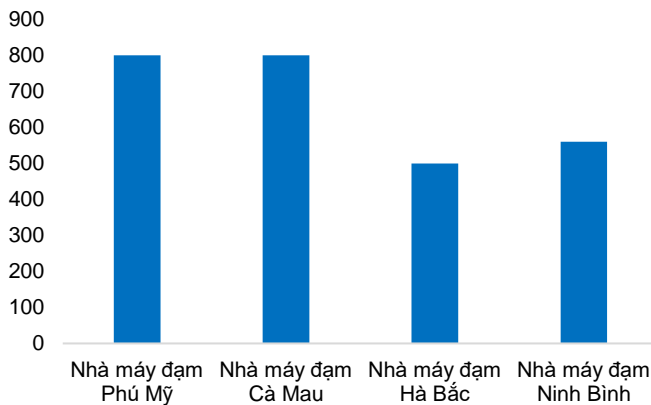
Việt Nam có 4 nhà máy sản xuất và kinh doanh phân Urê gồm nhà máy đạm Phú Mỹ (DPM), nhà máy đạm Cà Mau (DCM), nhà máy đạm Hà Bắc (DHB) và nhà máy đạm Ninh Bình, với tổng năng lực sản xuất khoảng 2,66 triệu tấn/năm. Trong đó, DPM và DCM là 2 doanh nghiệp có năng lực sản xuất phân Urê lớn nhất, chiếm 60% tổng sản lượng Urê cả nước.

Bên cạnh đó, công nghệ sản xuất đạm từ khí hay từ than ảnh hưởng lớn đến lợi thế cạnh tranh về giá của các doanh nghiệp trong ngành sản xuất đạm. Chúng tôi nhận định với công nghệ sử dụng khí thiên nhiên làm nguyên liệu đầu vào thì DPM tiết kiệm đáng kể chi phí xử lý nguyên liệu đầu vào so với các doanh nghiệp đạm – than bởi: (1) Các nhà máy sản xuất đạm bằng than phải thêm công đoạn khí hóa than; và (2) Nguồn cung khí thiên nhiên tại Việt Nam đáp ứng đủ nhu cầu sản xuất phân Urê của hai nhà máy DPM và DCM trong khi nguồn cung than đá nội địa chỉ đáp ứng 70%-80% nhu cầu sản xuất nội địa, cần phải nhập khẩu từ nước ngoài. Cụ thể, trong giai đoạn 2016-2020, tổng sản lượng khí khô cộng dồn đạt 49,87 tỷ m³, trong đó lượng khí cần cho hai nhà máy sản xuất phân đạm là 950 triệu m³/năm, chỉ chiếm 9,5% trong cơ cấu tiêu thụ

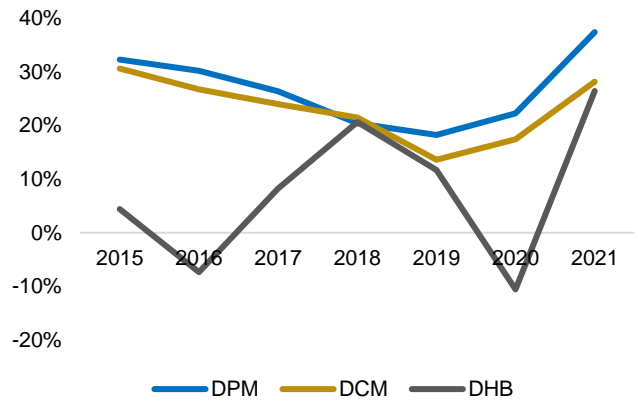
khí thiên nhiên. Trong khi đó, về khả năng cung cấp than cho nhà máy đạm Hà Bắc gặp khó khăn do không đủ nguồn cung. Điều này dẫn tới chênh lệch lớn trong chi phí sản xuất, ảnh hưởng đến biên lãi gộp của các nhà máy sản xuất Ure.

DPM lợi thế cạnh tranh về giá hơn so với các đối thủ. Giá thành sản xuất sản phẩm của DHB cao hơn DPM và DCM, dẫn đến biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với hai doanh nghiệp ứng dụng công nghệ sản xuất đạm từ khí thiên nhiên. Trong giai đoạn năm 2015-2021, biên lợi nhuận gộp luôn thấp hơn so với DPM và DCM, nhất là trong năm 2016 và 2020 khi DHB ghi nhận biên lợi nhuận âm trong khi đó DPM và DCM vẫn duy trì mức lợi nhuận cao và ổn định trong bối cảnh giá phân bón thế giới giảm.

Quy mô sản xuất phân Ure tại Việt Nam
(Đvt: nghìn tấn)

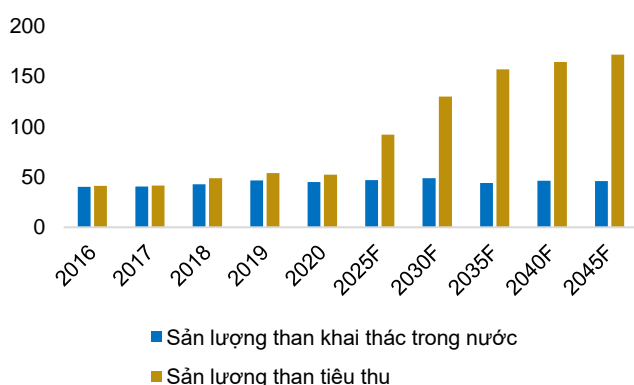


Biên lãi gộp của các doanh nghiệp trong ngành sản xuất phân Ure

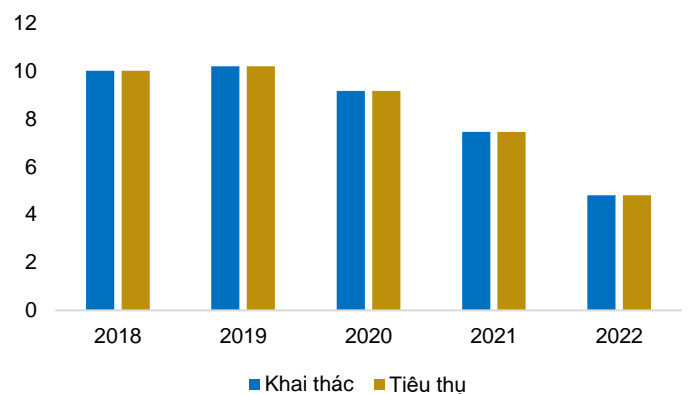


Nguồn: Báo cáo Chiến lược phát triển ngành hóa chất của Bộ Công thương Việt Nam tới 2035, Fiinpro

Cung - cầu than trong nước
(Đvt: nghìn tấn)



Cung - cầu khí thiên nhiên
(Đvt: tỷ m³)



Nguồn: Báo cáo Chiến lược phát triển ngành than của Bộ Công thương Việt Nam tới 2035, Báo cáo "Hiện trạng và định hướng phát triển thị trường dầu khí tại Việt Nam" của Bộ Công Thương

Đầu ra: Động lực tăng trưởng đến từ các dòng sản phẩm phân bón

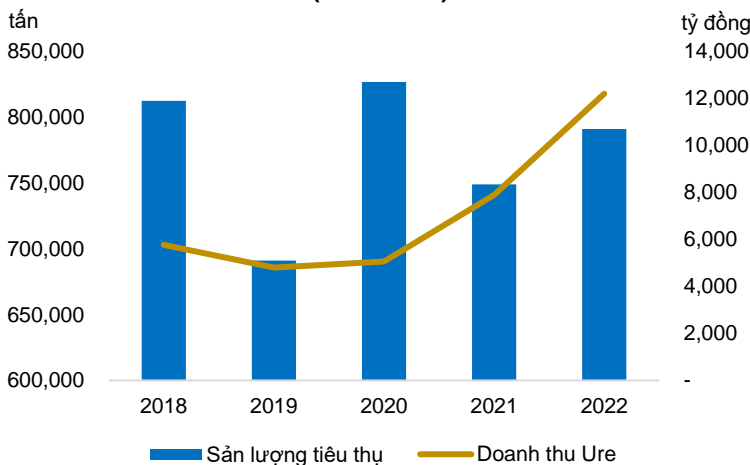
Màng Ure – dẫn đầu thị trường phân Ure tại Việt Nam

Màng Ure là sản phẩm chủ lực của DPM: Nhà máy đạm Phú Mỹ đảm nhận toàn bộ hoạt động sản xuất Ure. Doanh thu phân Ure chiếm hơn 60% tổng doanh thu, với tốc độ tăng trưởng CAGR 20,5%/năm trong giai đoạn 2018-2022. Lượng Urê tiêu thụ trung bình đạt 775 nghìn tấn/năm, tương ứng 97% công suất thiết kế. Biên lãi gộp màng Ure phụ thuộc nhiều vào biến động giá khí và giá phân bón trên thế giới, dao động ~30-50%, đóng góp 80%-90% tổng lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2018-2022.

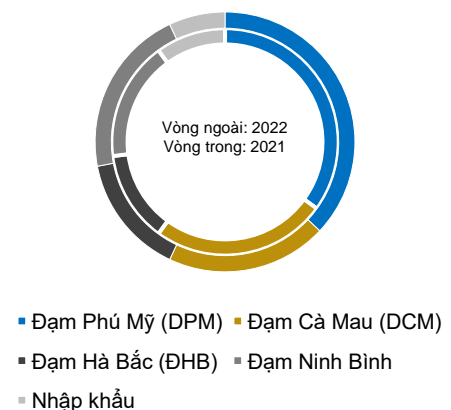
DPM kinh doanh chủ yếu tại thị trường nội địa, hoạt động xuất khẩu chiếm tỷ trọng không đáng kể. Nhờ có hệ thống phân phối trải rộng khắp cả nước (gồm 4 công ty con, 102 kho trung chuyển có sức chứa hơn 250 nghìn tấn phân bón, 83 đại lý cấp 1 và hơn 2.000 đại lý cấp 2) đã giúp DPM hạn chế được rủi ro nhu cầu tiêu thụ phân bón sụt giảm do ảnh hưởng của yếu tố thời tiết tại các vùng miền. Trong năm 2022, Công ty vẫn duy trì vị trí đứng đầu thị phần tiêu thụ phân Ure, chiếm 37% tổng lượng tiêu thụ cả nước. Trong đó, tại các thị trường chính như miền Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên, thị phần tiêu thụ của DPM đều trên 70%.

Chúng tôi nhận định rằng dư địa tăng trưởng màng Ure của DPM ở thị trường trong nước bắt đầu bước vào trạng thái bão hòa do: (1) Theo Quy hoạch tổng thể phát triển sản xuất ngành nông nghiệp tầm nhìn đến 2030, mức tăng trưởng tiêu thụ phân Ure chỉ tăng nhẹ 1,8% trong giai đoạn 2020–2025 và sau đó sẽ đi ngang ở mức 1,8 triệu tấn/năm trong giai đoạn 2025-2040; và (2) Ngành phân đạm trong nước đang dư cung khoảng 500 nghìn tấn/năm. Chính vì vậy, DPM cần tập trung đẩy mạnh xuất khẩu phân Ure để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong dài hạn. Theo nghiên cứu của Global Market Insights, sản lượng tiêu thụ Ure toàn cầu có tốc độ tăng trưởng 2,4% trong giai đoạn 2022–2030.

Doanh thu và sản lượng tiêu thụ Ure của DPM (2018-2022)



Thị phần tiêu thụ Ure năm 2021 - 2022



Nguồn: DPM, Bộ Công Thương, BVSC ước tính

Mảng phân NPK – tập trung vào phân khúc cao cấp

Thị trường NPK nội địa – dư thừa các sản phẩm cấp thấp, thiếu hụt các sản phẩm cao cấp.

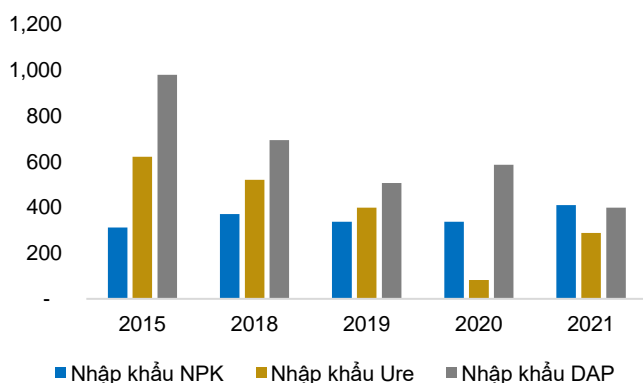
Tại Việt Nam, NPK là loại phân bón được tiêu thụ nhiều nhất, chiếm 34%-35% tổng lượng tiêu thụ phân bón (dao động 4-5 triệu tấn/năm). Tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ phân NPK ~4,6% trong năm 2021. Đối với nguồn cung, các nhà máy trong nước có thể đáp ứng 100% nhu cầu tiêu thụ, tuy nhiên nước ta vẫn phải nhập khẩu 400–500 nghìn tấn NPK chất lượng cao vào mỗi năm. Nguyên nhân chủ yếu là phần lớn các doanh nghiệp trong nước chỉ áp dụng công nghệ sản xuất thô sơ, lạc hậu; và chỉ một số ít các doanh nghiệp áp dụng phương pháp hóa học hiện đại trong sản xuất NPK, dẫn đến dù phân NPK của Việt Nam đa dạng về chủng loại nhưng chất lượng chưa cao, hàm lượng chất dinh dưỡng thấp, khó kiểm soát chất lượng sản phẩm đầu ra, dễ bị làm nhái, làm giả.

Tính đến năm 2022, Việt Nam có hơn 800 doanh nghiệp sản xuất phân NPK. Trong đó, các doanh nghiệp đầu ngành như BFC, LAS chỉ chiếm 30% thị phần theo sản lượng sản xuất, nhập khẩu chiếm 10%-12% thị phần, còn lại các doanh nghiệp nhỏ lẻ.

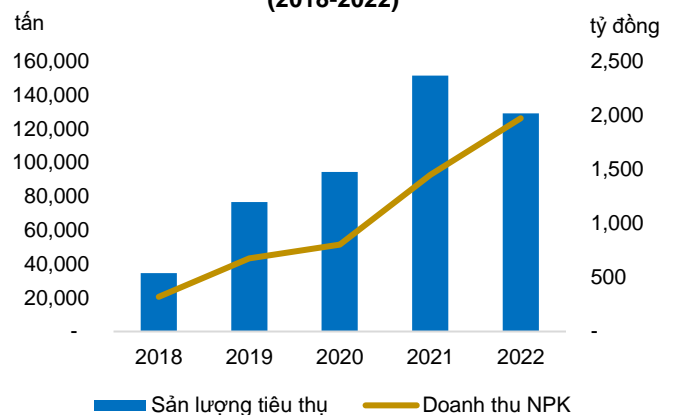
Theo số liệu của Tổng cục thống kê, sản lượng nhập khẩu NPK chất lượng cao tăng trưởng 5%/năm trong giai đoạn 2015-2021. Tỷ trọng phân NPK nhập khẩu chiếm tăng từ 6% trong năm 2015 lên 9% trong năm 2021. Sản phẩm nhập khẩu chủ yếu là phân NPK chất lượng cao do các doanh nghiệp nội địa nhập về và phân phối dưới thương hiệu của mình. Qua đó, chúng tôi nhận định rằng thị trường nội địa đang dư thừa các sản phẩm cấp thấp nhưng lại thiếu hụt lượng lớn sản phẩm NPK cao cấp. Điều này tạo cơ hội cho các doanh nghiệp phân bón nội địa có thêm thị phần khi tham gia vào phân khúc này.

DPM gia nhập vào thị trường NPK – tập trung sản xuất phân khúc cao cấp: DPM chính thức vận hành nhà máy NPK hóa học với công suất thiết kế 250.000 tấn/năm từ Q3/2018. Hiện nay, sản phẩm NPK Phú Mỹ chiếm khoảng 4% thị phần tiêu thụ. Doanh thu sản phẩm này đóng góp 11-12% tổng doanh thu, với tốc độ tăng trưởng CAGR -57%/năm trong giai đoạn 2018-2022. Biên lãi gộp mảng này ~12-13%, đóng góp thấp nhất trong cơ cấu lợi nhuận gộp của DPM (khoảng 3-4%) trong giai đoạn 2021-2022. Công ty mong muốn phát triển sản phẩm NPK chất lượng cao ra các thị trường mục tiêu như khu vực Miền Trung & Tây Nguyên – khu vực tập trung canh tác các loại cây công nghiệp có giá trị cao.

Sản lượng NPK tăng đều đặn qua từng năm
(Đvt: nghìn tấn)



Doanh thu và sản lượng tiêu thụ NPK (2018-2022)

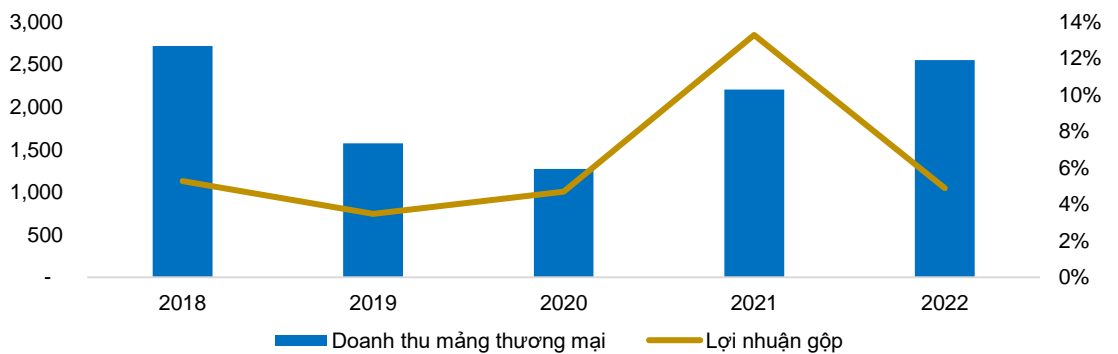


Nguồn: Niên giám thống kê 2021, DPM

Mảng thương mại phân bón: đóng góp doanh thu ổn định nhờ mạng lưới phân phối có quy mô lớn và chặt chẽ

Hoạt động thương mại của DPM chủ yếu là Công ty nhập khẩu các loại sản phẩm (phân DAP, Kali, NPK) từ nước ngoài (chủ yếu khu vực Châu Âu), sau đó phân phối thông qua hệ thống công ty con với thương hiệu và bao bì của mình. Doanh thu hoạt động thương mại duy trì mức 2.000–3.000 tỷ đồng/năm, đóng góp 20%-30% tổng doanh thu. Biên lãi gộp mảng không cao nhưng ổn định từ ở mức 5% trong giai đoạn 2018-2022. Riêng năm 2021, biên lãi gộp mảng thương mại tăng bất thường lên 13,3% do trước đó Công ty nhập khẩu được lô hàng Kali khối lượng lớn (khoảng 100 nghìn tấn) với giá rẻ và bán được giá cao trong bối cảnh dịch Covid bùng phát nên hưởng lợi nhuận lớn.

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng thương mại (2018-2022)

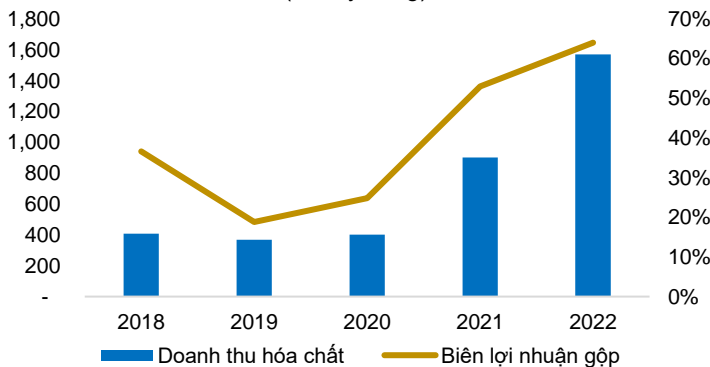


Nguồn: DPM

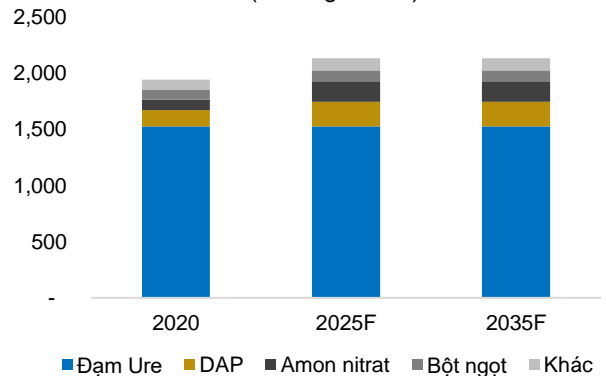
Mảng hóa chất: động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ amoniac

Doanh thu mảng hóa chất chủ yếu từ amoniac (NH₃). Sau khi nâng công suất dây chuyền thêm 20%, tổng công suất sản xuất NH₃ của DPM đạt 540.000 tấn/năm. Trong đó, khoảng 80-85% sản lượng NH₃ trong năm cho hai nhà máy Urê và NPK, còn lại sẽ cung cấp ra ngoài thị trường. Chúng tôi nhận định dư địa tăng trưởng mảng hóa chất còn khá lớn trong dài hạn khi nhu cầu Amoniacc đạt 2,1 triệu tấn trong 2025 (với tốc độ tăng trưởng kép CAGR 1,9% trong giai đoạn 2020 - 2025) trong khi nguồn cung hóa chất này đang thiếu hụt. Doanh thu sản phẩm này đóng góp 7-8% tổng doanh thu, với tốc độ tăng trưởng CAGR -40%/năm trong giai đoạn 2018-2022. Biên lãi gộp cao dao động ~40-60%, đóng góp 10-13% trong cơ cấu lợi nhuận gộp của DPM.

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng hóa chất (2018-2022)
(Đvt: tỷ đồng)



Nhu cầu tiêu thụ amoniacc
(Đvt: Nghìn tấn)



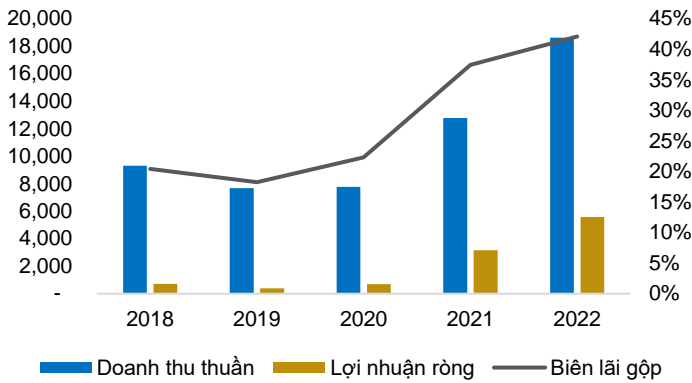
Nguồn: Báo cáo Chiến lược phát triển ngành hóa chất của Bộ Công thương Việt Nam tới 2035, DPM

Phân tích hoạt động kinh doanh của DPM

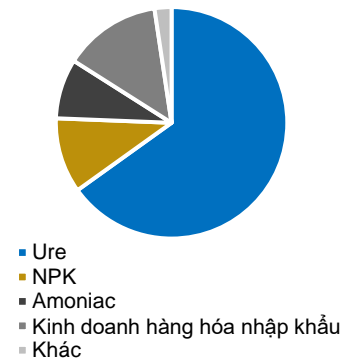
Doanh thu khởi sắc trong giai đoạn 2021-2022 nhờ giá phân bón tăng mạnh

Doanh thu của DPM trong giai đoạn 2015-2020 có xu hướng đi ngang, dao động trong ~8.000-9.000 tỷ đồng mỗi năm. Riêng giai đoạn 2021-2022, doanh thu tăng vọt lên 12.700–18.600 tỷ, động lực tăng trưởng đến từ mảng kinh doanh cốt lõi nhờ giá phân bón tăng mạnh trong bối cảnh nguồn cung phân bón suy yếu từ cuộc xung đột chính trị giữa Nga và Ukraine. Giá bán bình quân năm 2021 và 2022 dao động ở mức 10.500–15.500 đồng/kg, lần lượt tăng 72%YoY và 46%YoY.

Kết quả kinh doanh của DPM 2018-2022
(Đvt: tỷ đồng)



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2022

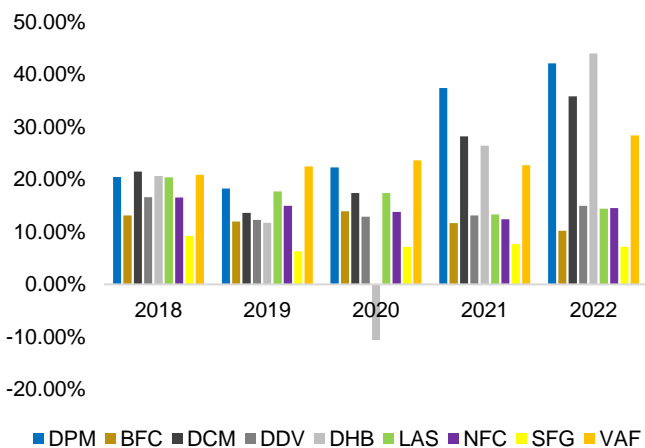


Nguồn: DPM

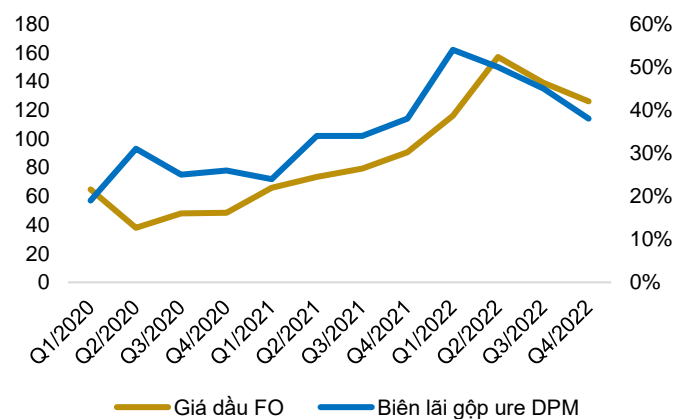
Biên lãi gộp phụ thuộc vào biến động theo giá FO thế giới

Biên lãi gộp của DPM tăng mạnh 4,65 điểm phần trăm so với 2021, đạt 42,08% trong năm 2022 nhờ giá bán tăng mạnh. So với các đối thủ cạnh tranh, DPM luôn thuộc nhóm doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao trong giai đoạn 2018-2022. Tuy nhiên, biên lãi gộp vẫn chịu tác động tiêu cực khi giá dầu FO tăng mạnh đẩy giá khí tăng theo. Với chi phí khí thiên nhiên đầu vào chiếm 70% tổng chi phí sản xuất, biên lợi nhuận của DPM chịu ảnh hưởng rất lớn từ chi phí này.

Biên lãi gộp các doanh nghiệp trong ngành phân bón (2018-2022)



Sự tương quan giữa giá dầu FO và biên lãi gộp mảng phân bón của DPM
(Đvt: USD/thùng)

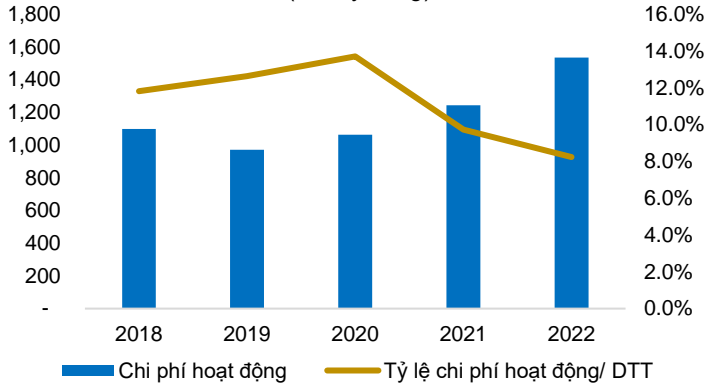


Nguồn: DPM

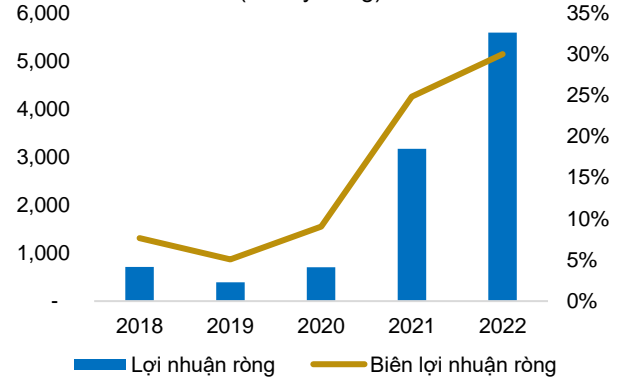
Kiểm soát tốt chi phí hoạt động và chi phí lãi vay thấp, giúp “bảo vệ” được lợi nhuận ròng

Tỷ lệ chi phí hoạt động/Doanh thu thuần của DPM ở mức 8,2% trong 2022, thấp hơn 1,5 điểm phần trăm so với 2021. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay giảm 6%YoY. Điều này hỗ trợ Lợi nhuận ròng tăng 78,5%, vượt mức tăng trưởng Doanh thu thuần (45,7%).

Tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT của DPM 2018-2022
(Đvt: tỷ đồng)



Lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận ròng DPM
(Đvt: tỷ đồng)



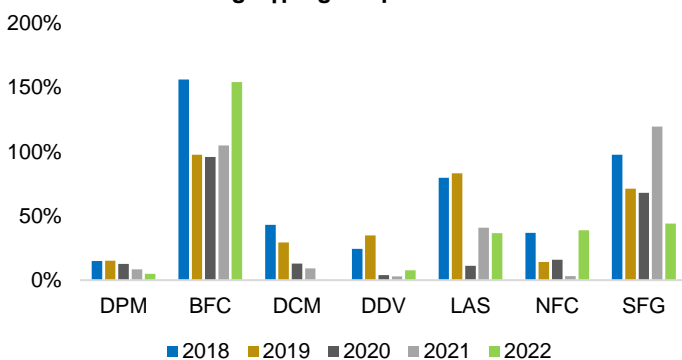
Nguồn: DPM

Bảng cân đối kế toán lành mạnh

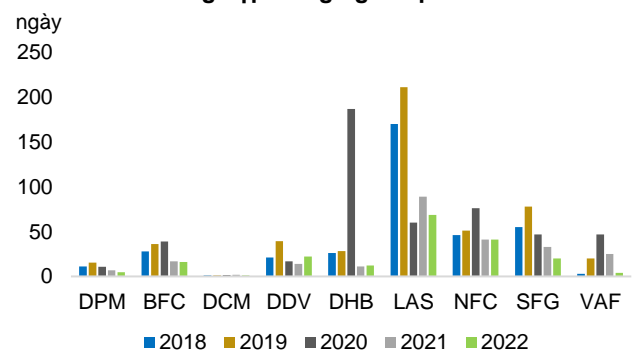
Tỷ lệ nợ vay thấp và khả năng thanh toán lành mạnh: Nợ vay của DPM giảm dần qua từng năm từ mức 1.234 tỷ đồng xuống còn 707 tỷ đồng. Tỷ lệ đòn bẩy D/E ~5% trong năm 2022, ở mức thấp nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong khi đó, tỷ lệ tiền mặt cao chiếm 51% tổng tài sản, đạt gần 8.964 tỷ đồng. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của DPM ở mức tốt với chỉ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 25,56 lần và chỉ số chi trả lãi vay (EBITDA/(Lãi vay+Nợ ngắn hạn)) ở mức khoảng 4,66 lần. Cả 2 chỉ số này đều có xu hướng cải thiện qua các năm.

Rủi ro chiếm dụng vốn của DPM ở mức thấp do khách hàng chủ yếu là hộ nông dân và đại lý quy mô nhỏ. So với các doanh nghiệp phân bón trong ngành, DPM có số ngày phải thu cao hơn DCM. Trong bối cảnh ngành phân bón bão hòa, cạnh tranh gay gắt, số ngày phải thu của DPM giảm dần qua từng trong giai đoạn 2018-2022, cho thấy dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tốt và sức mạnh mặc cả với khách hàng của DPM khá cao.

Tổng nợ vay/Vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp ngành phân bón



Số ngày phải thu bình quân của các doanh nghiệp trong ngành phân bón



Nguồn: Fiinpro

Dự phóng kết quả kinh doanh 2023

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2022	2023F	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	18.627	14.080	
<i>Kinh doanh hàng hóa sản xuất trong nước</i>	16.189	11.090	Doanh thu 2023 giảm do có mức nền cao từ 2022, trong đó mảng phân bón ước tính giảm 30% do giá bán giảm mạnh (20%-35%YoY).
- Ure	12.648	7.840	Trong năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Ure đạt 800 nghìn tấn (+1,1% YoY) nhờ giá Ure hạ nhiệt, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nội địa, với giá định giá phân Ure về mức 9.800 đồng/kg do chịu áp lực giảm giá từ: (1) nguồn cung phân bón phục hồi; (2) chi phí năng lượng hạ nhiệt; và (3) các chính sách thương mại kim hãm giá phân Ure.
- NPK	1.972	2.300	Trong năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của phân NPK đạt 200 nghìn tấn (+55% YoY) nhờ: (1) giá phân NPK hạ nhiệt sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước, đặc biệt đẩy mạnh sản phẩm NPK chất lượng cao; và (2) nhà máy NPK của DPM vẫn chưa hoạt động hết công suất, với giá định giá phân NPK ở mức 11.500 đồng/kg (-21%YoY) do giá phân đơn đầu vào giảm.
- Hóa chất	1.569	950	Năm 2023, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ Amoniac đạt 65.500 tấn (-8% YoY), với giá bán ước tính 14.500 đồng/kg.
<i>Kinh doanh hàng hóa nhập khẩu</i>	2.556	2.990	Phân bón nhập khẩu của DPM chủ yếu là phân NPK, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của phân NPK nhập khẩu đạt 260 nghìn tấn (+24% YoY) nhờ nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước phục hồi.
Lợi nhuận gộp	7.838	2.712	Biên lãi gộp 2023 chỉ đạt 19,2%, so với mức 42% của 2022 do giá bán của các sản phẩm cốt lõi đều giảm.
Chi phí hoạt động	(1.534)	(1.197)	
EBIT	6.304	1.515	
Chi phí lãi vay	(64,8)	(51,5)	
LNST Cổ đông công ty mẹ	5.565	1.438	
EPS (đồng/cp)	13.897	3.674	

Định giá và quan điểm đầu tư

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho DPM là **36.300 đồng/cổ phiếu**, tương đương với tỷ suất sinh lời 9,7% và P/E forward là 9,0x (cao hơn mức P/E trung bình 5 năm của doanh nghiệp là 7,4x). Chúng tôi cho rằng đây là mức giá hợp lý đối với DPM trong bối cảnh giá phân bón duy trì ở mức thấp trong trung hạn.

Định giá	Định giá	Tỷ trọng
Định giá theo phương pháp DCF	36.604	70%
Định giá theo phương pháp P/E	35.483	30%
Giá mục tiêu của DPM	36.300	

Chỉ tiêu	Giá trị
Beta doanh nghiệp	1,24
Market Risk Premium	8,21%
Risk-free Rate	3,5%
Cost of Equity	13%
E/A	79%
D/A	21%
Cost of Debt (after tax)	6,5%
WACC	11,7%
Terminal Growth	1%

Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	1.497	1.880	1.538	1.621	1.636	1.602
- Thuế	(267)	(329)	(277)	(295)	(299)	(295)
+ Khấu hao	513	511	512	456	458	460
- CAPEX	(141)	(159)	(191)	(233)	(273)	(318)
- Thay đổi vốn lưu động	353	387	314	(98)	(187)	(284)
FCFF	1.955	2.292	1.895	1.452	1.335	1.166
PV of FCFF	1.751	1.838	1.361	934	769	601
PV of Terminal value	5.694					
Giá trị doanh nghiệp	12.948					
- Nợ	(707)					
+ Tiền mặt	260					
Giá trị vốn CSH tương ứng	2.084					
SL cổ phiếu lưu hành (CP)	391.334.260					
Giá mục tiêu theo DCF (đồng/cp)	36.604					

Phương pháp P/E

Chúng tôi xác định P/E mục tiêu của DPM dựa trên trung bình có trọng số của 3 giá trị: (1) Trung bình P/E lịch sử của DPM trong 5 năm gần nhất, trọng số 20%; (2) P/E trung bình của một số doanh nghiệp sản xuất phân bón tại Việt Nam, trọng số 40%; và (3) P/E trung bình của một số doanh nghiệp trên thế giới hoạt động trong lĩnh vực sản xuất phân bón (sau khi chiết khấu 30% do thị trường chứng khoán Việt Nam có mức sụt giảm mạnh hơn so với các quốc gia khác), trọng số 40%.

	Giá trị	Tỷ trọng	P/E ngành	Giá mục tiêu (đồng/cp)
P/E trung bình các DNNN	10,4	40%	9,7	35.483
P/E các doanh nghiệp trong nước	10,1	40%		
P/E trung bình trong 5 năm gần nhất	7,4	20%		

Các doanh nghiệp nội địa cùng ngành:

MCK	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (triệu USD)	P/E bình quân 5 năm	Dòng sản phẩm chủ lực
DCM	CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau	534	9,9	Ure
BFC	CTCP Phân bón Bình Điền	41	7,4	NPK
VAF	CTCP Phân lân Văn Điển	16	10,3	Phân lân
Bình quân		239	10.1	

Các doanh nghiệp ngoại cùng ngành:

MCK	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (triệu USD)	P/E bình quân 5 năm	Dòng sản phẩm chủ lực
CF	CF Industries	13,2	25	Phân bón, hóa chất
0297 HK	Sinofert	7,8	8	Phân bón, hóa chất
3983 HK	China BlueChemical	10,2	13	Phân bón, hóa chất
MOS	Mosaic	12,3	37	Phân bón, hóa chất
5183 KL	Petronas Chemicals	57,6	9	Phân bón, hóa chất
Bình quân		20	15	

Rủi ro: (1) Biến động giá cả hàng hóa và nguyên vật liệu đầu vào phụ thuộc nhiều vào các yếu tố chính trị; và (2) Thị trường phân bón trong nước bão hòa, cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	7.762	12.786	18.627	14.080
Giá vốn	(6.032)	(8.001)	(10.789)	(11.368)
Lợi nhuận gộp	1.730	4.786	7.838	2.712
Doanh thu tài chính	179,6	175,5	365,1	266,5
Chi phí lãi vay	(88,5)	(69,3)	(64,8)	(51,5)
Lợi nhuận sau thuế	691	3.117	5.565	1.438

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023F
Tiền, khoản tương đương tiền	2.029	2.524	2.084	3.265
Các khoản phải thu ngắn hạn	574	722	692	587
Hàng tồn kho	1.495	2.779	4.011	3.789
Tài sản cố định hữu hình	3.439	2.883	2.434	2.078
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	48	49	50	38
Tổng tài sản	11.300	13.918	17.699	17.832
Nợ vay ngắn hạn	2.026	2.152	2.996	3.014
Nợ vay dài hạn	1.026	1.053	686	1.001
Vốn chủ sở hữu	8.248	10.713	14.018	13.818
Tổng nguồn vốn	11.300	13.918	17.699	17.832

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	1,0%	64,7%	45,7%	-24,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	80%	352%	76%	-74%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	22,3%	37,4%	42,1%	19,3%
Lợi nhuận thuần biên	9,0%	24,8%	30,0%	10,2%
ROA	6%	25%	35%	8%
ROE	8%	33%	45%	10%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	1,6%	1,6%	1,3%	1,1%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	2,2%	2,1%	1,6%	1,5%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.535	7.749	13.897	3.674
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	22.959	32.081	41.683	42.152

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính
khanhdi@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888