

TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ-CTCP (HSX: DPM)
Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm phân tích

Email: nhanndt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7580

Giá tại ngày 28/12/2023 (đồng/cp):	33.150	Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp):	32.250	THEO DÕI
Chênh lệch:	-2,7%	

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Giám đốc phân tích đầu tư

ÁNH HÀO QUANG CHỈ CÒN LÀ DĨ VẴNG

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DPM – Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí-CTCP bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFE với tỷ trọng 50:50. Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của DPM là **32.250 đồng/cp**, thấp hơn 2,7% so với mức giá đóng cửa ngày 28/12/2023, qua đó đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu DPM ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét chốt lời cổ phiếu DPM khi giá cổ phiếu chạm vào mức giá mục tiêu trên. Chúng tôi cho rằng triển vọng của DPM tương đối kém khả quan, dựa trên các luận điểm được trình bày cụ thể dưới đây.

Biến động giá DPM và VNIndex

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

➤ **Triển vọng mảng Urê kém khả quan khi chịu tác động kép từ giá bán Urê sụt giảm và giá khí đầu vào gia tăng**

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng Urê của DPM năm 2023 đạt 22,0% (-30,9% đọt YoY), trước khi giảm xuống mức 14,7% (-7,3 đọt YoY) trong năm 2024 do chịu áp lực kép từ (1) giá bán Urê giảm -7,1% YoY và (2) giá khí đầu vào tăng nhẹ +2,1% YoY theo dự báo của giá dầu. Trong đó, chúng tôi ước tính giá Urê của DPM năm 2024 đạt 9.100 đồng/kg (~374 USD/tấn), giảm -7,1%, thấp hơn so với mức giảm -8,7% YoY của giá Urê thế giới. Như vậy, chúng tôi cho rằng giá Urê nội địa vẫn sẽ duy trì ở mức cao hơn (~13,3%) so với giá Urê thế giới trong năm 2024. Giai đoạn 2025-2028F, biên lợi nhuận gộp mảng Urê dao động quanh mức 15,1%-16,2%, dựa trên dự báo giá bán Urê và giá khí đầu vào ([Chi tiết](#)).

➤ **Triển vọng mảng hóa chất tiêu cực do giá bán NH3 dự báo duy trì ở mức thấp**

Năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu mảng hóa chất đạt 834,3 tỷ đồng (-52,4% YoY), biên lợi nhuận gộp dự kiến đạt 16,2% (-63,3 đọt YoY), do chịu tác động kép từ (1) giá bán NH3 giảm mạnh -51,6% YoY và (2) giá khí đầu vào tăng cao +17,6% YoY. Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi ước tính doanh thu mảng hóa chất đạt 768,8 tỷ đồng (-7,8% YoY) năm 2024 và 719,8 tỷ đồng (-6,4% YoY) năm 2025, trước khi giảm về mức 670,8 tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028F do giá bán NH3 của DPM sẽ duy trì ở mức thấp, đạt lần lượt 8.900 đồng/kg (-16,0% YoY) năm 2024 và 8.200 đồng/kg (-7,9% YoY) năm 2025, và giảm về mức 7.500 đồng/kg trong giai đoạn 2026-2028F, dựa trên dự báo của Fitch Ratings vào T11/2023 ([Chi tiết](#)).

Thông tin giao dịch 28/12/2023

Giá hiện tại (đồng/cp)	33.150
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	40.450
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	28.400
Số lượng CP niêm yết (cp)	391.400.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	391.334.260
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.427.543
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.972,7
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	4.017
P/E trailing 12 tháng (lần)	8,25x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí-CTCP
Địa chỉ	Số 43 Mạc Đĩnh Chi, P. Đa Kao, Q.1, Tp.HCM
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại phân bón vô cơ và hữu cơ
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Rủi ro thay đổi cơ cấu nguồn khí, rủi ro về các chính sách thương mại

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TRIỂN VỌNG
I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DPM TRONG 9T2023

<i>Đơn vị: Tỷ đồng</i>	9T2023	9T2022	%YoY	Diễn giải
Doanh thu thuần	10.187,4	14.727,5	-30,8%	
1. Phân bón sản xuất	8.059,4	11.708,4	-31,2%	Phân Urê: Doanh thu 9T2023 giảm -34,3% YoY. Trong đó, giá bán trung bình đạt 9.598 đồng/kg, (-39,2% YoY), do giá Urê diễn biến theo giá Urê thế giới, bởi chênh lệch cung cầu trong ngắn hạn không còn diễn ra mạnh mẽ. Sản lượng tiêu thụ đạt 691,4 nghìn tấn (+7,9% YoY), trong đó sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 614,4 nghìn tấn (+26,5% YoY) nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ trong nước phục hồi +29,5% YoY khi khả năng chi trả phân bón được cải thiện và (2) và giá Urê trong nước cao hơn so với giá Urê thế giới.
- Phân Urê	6.636,1	10.106,6	-34,3%	
- Phân NPK	1.423,3	1.601,7	-11,1%	
2. Phân bón thương mại	1.492,4	1.650,7	-9,6%	Phân NPK: Doanh thu 9T2023 tăng -11,1% YoY. Trong đó, giá bán trung bình đạt 13.354 đồng/kg (-12,2% YoY), do (1) tình trạng dư cung diễn ra và (2) giá nguyên liệu đầu vào nhìn chung giảm liên tục trong giai đoạn T06/2022-T07/2023. Sản lượng tiêu thụ đạt 106,6 nghìn tấn, phục hồi nhẹ +1,2% so với mức nền thấp trong 9T2022 khi bị ảnh hưởng bởi đứt gãy chuỗi cung ứng và giá nguyên liệu đầu vào tăng cao.
3. Hóa chất sản xuất	571,4	1.328,4	-57,0%	Phân bón thương mại: Doanh thu 9T2023 giảm -9,6% YoY. Trong đó, giá bán trung bình đạt 8.332 nghìn đồng/kg (-35,0% YoY). Sản lượng tiêu thụ đạt 179,1 nghìn tấn (+39,1% YoY).
- NH3	451,0	1.189,2	-62,1%	
- Khác	120,4	139,2	-13,5%	
4. Doanh thu khác	64,1	40,0	+60,4%	NH3: Doanh thu 9T2023 giảm -62,1% YoY. Trong đó, giá bán NH3 trung bình đạt 9.751 đồng/kg, sụt giảm -56,0% YoY theo đà giảm của giá NH3 thế giới trong giai đoạn Q2/2022-Q2/2023, khi (1) giá khí tại các khu vực dần hạ nhiệt và (2) Trung Quốc tăng cường xuất khẩu từ đầu 2023. Sản lượng tiêu thụ NH3 đạt 46,2 tấn (-13,8% YoY) do (1) nhu cầu tiêu thụ suy giảm bởi các khách hàng chuyển đổi công nghệ sản xuất và cắt giảm công suất và (2) xưởng NH3 ngưng sản xuất trong 9 ngày cuối T08/2023 để sửa chữa sự cố.
Lợi nhuận gộp	1.319,5	6.242,0	-78,9%	Lợi nhuận gộp 9T2023 giảm -78,9% YoY, trong đó biên lợi nhuận gộp 9T2023 chỉ đạt 13,0% (-29,4 đpt YoY). Nguyên nhân đến từ (1) giá bán Urê và NH3 sụt giảm và (2) giá khí đầu vào tăng mạnh. Giá khí đầu vào (bao gồm VAT) trong 9T2023 trung bình đạt 10,44 USD/mmBTU, tăng +17,6% YoY.
Chi phí bán hàng	620,4	678,6	-8,6%	
Chi phí QLDN	352,8	351,4	+0,4%	
Lợi nhuận HĐKD	346,3	5.212,0	-93,4%	
Doanh thu tài chính	282,4	208,2	+35,6%	Doanh thu tài chính tăng +35,6% YoY, chủ yếu nhờ khoản đầu tư tài chính ngắn hạn trung bình trong 9T2023 tăng +32,8% YoY, đạt 6.327,5 tỷ đồng.
Chi phí tài chính	58,4	66,1	-11,6%	
- Chi phí lãi vay	46,3	47,0	-1,5%	
LNTT	576,8	5.369,2	-89,3%	
LNST	436,1	4.466,1	-90,2%	

Tỷ lệ trên doanh thu (%)	9T2023	9T2022	%YoY
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,0%	42,4%	-29,4 đpt
CP bán hàng/DTT	6,1%	4,6%	+1,5 đpt
CP quản lý DN/DTT	3,5%	2,4%	+1,1 đpt
Tỷ suất LN HĐKD	3,4%	35,4%	-32,0 đpt
Doanh thu tài chính/DTT	2,8%	1,4%	+1,4 đpt
Tỷ suất LNTT	5,7%	36,5%	-30,8 đpt

Nguồn: DPM, FTFS tổng hợp và ước tính

II. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DPM

1. Mảng phân bón sản xuất – Triển vọng Urê kém khả quan

1.1. Mảng Urê – Biên lợi nhuận gộp suy giảm do chịu tác động kép từ giá Urê và giá khí đầu vào [\(Quay lại\)](#)

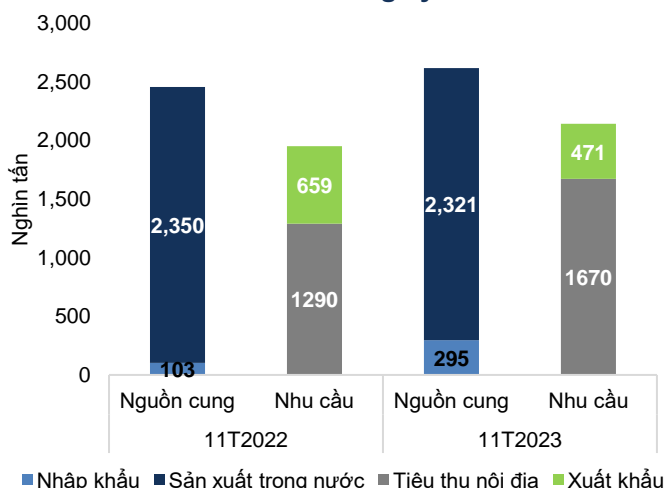
► Sản lượng tiêu thụ năm 2023 dự kiến tăng trưởng cao nhờ nhu cầu tiêu thụ trong nước phục hồi

Theo Agromonitor, nhu cầu phân Urê tại Việt Nam (bao gồm tiêu thụ trong nước và xuất khẩu) trong 11T2023 ước đạt 2,14 triệu tấn (+9,9% YoY), chủ yếu nhờ nhu cầu tiêu thụ trong nước hồi phục mạnh +29,5% YoY khi khả năng chi trả phân bón được cải thiện. Trong đó, khả năng chi trả cải thiện đến từ diễn biến trái chiều giữa giá Urê (-37,2% YoY trong 11T2023) và giá gạo (+27,8% YoY trong 11T2023) - sản phẩm nông sản chính của Việt Nam [\(Xem thêm Phụ lục 1: Diễn biến giá Urê Phú Mỹ và giá gạo tằm 5% Việt Nam\)](#). Ngược lại, sản lượng xuất khẩu Urê suy giảm mạnh -28,5% YoY chủ yếu do (1) giá phân Urê trong nước cao hơn so với giá xuất khẩu (giá Urê Phú Mỹ bán buôn trung bình cao hơn 17,3% so với giá Urê FOB thế giới trong 9T2023) và (2) nhu cầu tiêu thụ trong nước cải thiện. Mặc dù nhu cầu có sự tăng trưởng nhanh chóng, tình trạng dư cung phân Urê trong 11T2023 vẫn tiếp diễn, tuy nhiên ở mức độ nhẹ hơn khi chênh lệch cung-cầu được thu hẹp lại -5,7% YoY, đạt 475 nghìn tấn.

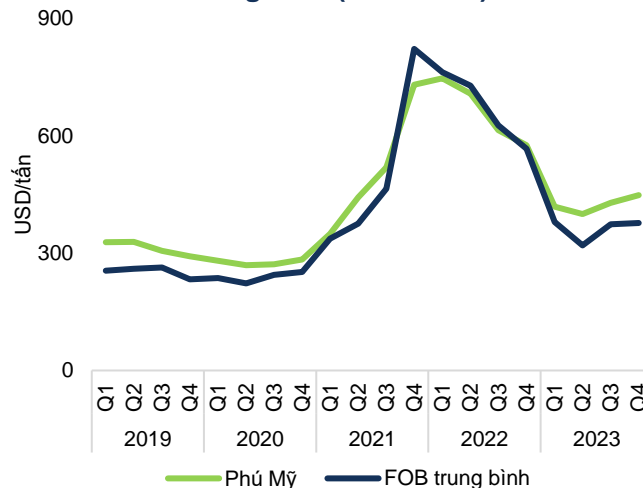
Đối với DPM, tình hình tiêu thụ có diễn biến tương tự so với ngành, với sản lượng tiêu thụ Urê trong 9T2023 đạt 691,4 nghìn tấn (+7,9% YoY), trong đó xuất khẩu đạt 77 nghìn tấn (-50,3% YoY) và tiêu thụ trong nước đạt 614,4 nghìn tấn (+26,5% YoY). Tuy nhiên, sản lượng sản xuất Urê trong 9T2023 lại có sự sụt giảm mạnh -9,4% YoY, đạt 589 nghìn tấn do DPM phải (1) bảo dưỡng tổng thể (định kỳ 2 năm 1 lần) Nhà máy Đạm Phú Mỹ trong 26 ngày (27/03–22/04/2023) và (2) sửa chữa sự cố đường ống dẫn khí của xưởng NH3 trong 9 ngày (22/8–31/08/2023).

Năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Urê của DPM sẽ đạt 890 nghìn tấn (+27,3% YoY) nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ nội địa phục hồi mạnh và (2) tồn kho ở mức cao vào cuối năm 2022, bất chấp sự ảnh hưởng của việc gián đoạn sản xuất trong 9T2023. Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urê ở mức 840 nghìn tấn/năm.

Cán cân cung-cầu Urê nội địa 11T2023 so với cùng kỳ



Giá Urê Phú Mỹ bán buôn và Urê FOB trung bình (2019-2023)



* Urê FOB trung bình được lấy từ trung bình giá Urê FOB của 4 thị trường Mỹ, Trung Đông, Ai Cập, Biển Đen

Nguồn: Agromonitor, Bloomberg, Bộ Công Thương, FTFS tổng hợp

► **Giá khí đầu vào năm 2024 ước tính tăng nhẹ +2,1% YoY theo dự báo của giá dầu**

Theo cơ chế phân bổ nguồn khí năm 2023, PV GAS sẽ ưu tiên cho DPM lượng khí từ mỏ Bạch Hổ - Rồng Đồi Mồi của bể Cửu Long, phần còn thiếu sẽ được cấp bù từ mỏ khác của bể Cửu Long. So với năm 2022, DPM không còn nhận được khí từ bể Nam Côn Sơn 1 (cước phí vận chuyển ước tính bằng 1/3 lần so với mỏ khác của bể Cửu Long) trong phần khí còn thiếu được cấp bù do trữ lượng khí tại bể này đang suy giảm nghiêm trọng. Bên cạnh đó, DPM trong 9T2023 cũng chỉ nhận được tỷ trọng không đáng kể từ mỏ Bạch Hổ - Rồng Đồi Mồi (cước phí vận chuyển bằng 1/4 lần so với mỏ khác của bể Cửu Long), do đó DPM hầu hết sử dụng khí từ mỏ khác của bể Cửu Long với cước phí vận chuyển (trước VAT) cao, đạt 4,55 USD/mmBTU trong 9T2023. Điều này khiến giá khí (sau VAT) của DPM trong 9T2023 đạt 10,44 USD/mmBTU (+17,6% YoY), chủ yếu do chi phí vận chuyển (trước VAT) trong 9T2023 đạt 4,44 USD/mmBTU cao hơn ~86,7% so với mức trung bình trong năm 2022, bất chấp giá dầu FO giảm -17,1% YoY trong 9T2023. Năm 2023, chúng tôi ước tính giá khí đầu vào (sau VAT) của DPM năm 2023 đạt 10,44 USD/mmBTU (+17,6% YoY), tương đương với mức giá khí trong 9T2023.

Giá dầu thô Brent và dầu FO (2021-2023)



Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

Năm 2024, chúng tôi ước tính giá khí đầu vào (sau VAT) của DPM năm 2024 đạt 10,66 USD/mmBTU (+2,1% YoY). Chúng tôi xây dựng kịch bản dự phóng giá khí giai đoạn 2024–2028F dựa trên các giả định sau:

► Giá dầu FO kỳ vọng biến động cùng pha với giá dầu Brent, được dự báo bởi EIA và Fitch Solutions.

Giá dầu Brent đã giảm từ mức 91 USD/thùng kể từ T10/2023 xuống mức 78 USD/thùng trong T12/2023 do những lo ngại về triển vọng kinh tế toàn cầu suy yếu và nhu cầu phục hồi kém tại Trung Quốc. Mặc dù vậy, giá dầu Brent được Cơ quan Năng lượng Quốc tế (EIA) dự báo sẽ tăng trở lại, dự kiến lên mức 84 USD/thùng trong 1H2024 do (1) việc công bố gia hạn cắt giảm sản lượng tự nguyện 2,2 triệu thùng/ngày đến hết Q1/2024 của OPEC+ tại 30/11/2023 và (2) tồn kho toàn cầu dự kiến sẽ suy giảm trong Q1/2024. EIA kỳ vọng việc cắt giảm sản lượng của OPEC+ sẽ bù đắp cho sự tăng trưởng thấp về nhu cầu tiêu thụ, qua đó hạn chế gia tăng tồn kho dầu toàn cầu và giúp giữ giá dầu Brent ở trên mức 80 USD/thùng trong năm 2024. Do đó, chúng tôi đưa ra dự báo giá dầu Brent năm 2024 dự kiến đạt 85,00 USD/thùng (+3,0% YoY), theo đó giá dầu FO năm 2024 tương ứng đạt 462,9 USD/tấn (+4,0% YoY).

► Cước phí vận chuyển (trước VAT) năm 2023 ước tính đạt 4,45 USD/mmBTU. Giai đoạn 2024-2028F, cước khí vận chuyển dự kiến sẽ không thay đổi so với năm 2023 do tỷ trọng các nguồn khí giá rẻ đã ở mức rất thấp.

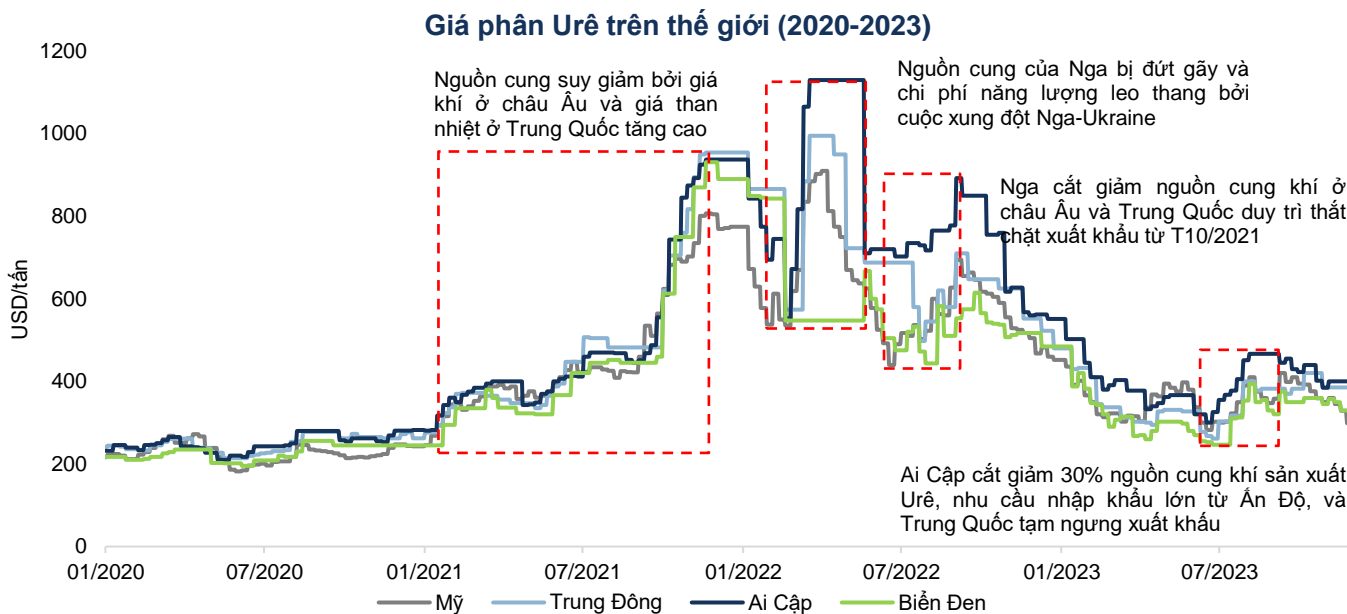
Bảng 1: Kịch bản dự phóng giá khí đầu vào của DPM giai đoạn 2024–2028F

Dự phóng cơ sở	2022	2023E	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Giá dầu Brent (USD/thùng)	100,94	82,50	85,00	84,00	81,00	81,00	81,00
Giá dầu FO (USD/tấn)	502,4	445,0	462,9	457,7	442,1	442,1	442,1
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	5,69	5,04	5,25	5,19	5,01	5,01	5,01
Phí vận chuyển (USD/MMBTU)	2,38	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45
Biến động cước phí vc (% YoY)		+86,7%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Giá khí (bao gồm VAT)	8,88	10,44	10,66	10,60	10,40	10,40	10,40
Biến động giá khí (% YoY)		+17,6%	+2,1%	-0,6%	-1,8%	0,00%	0,00%

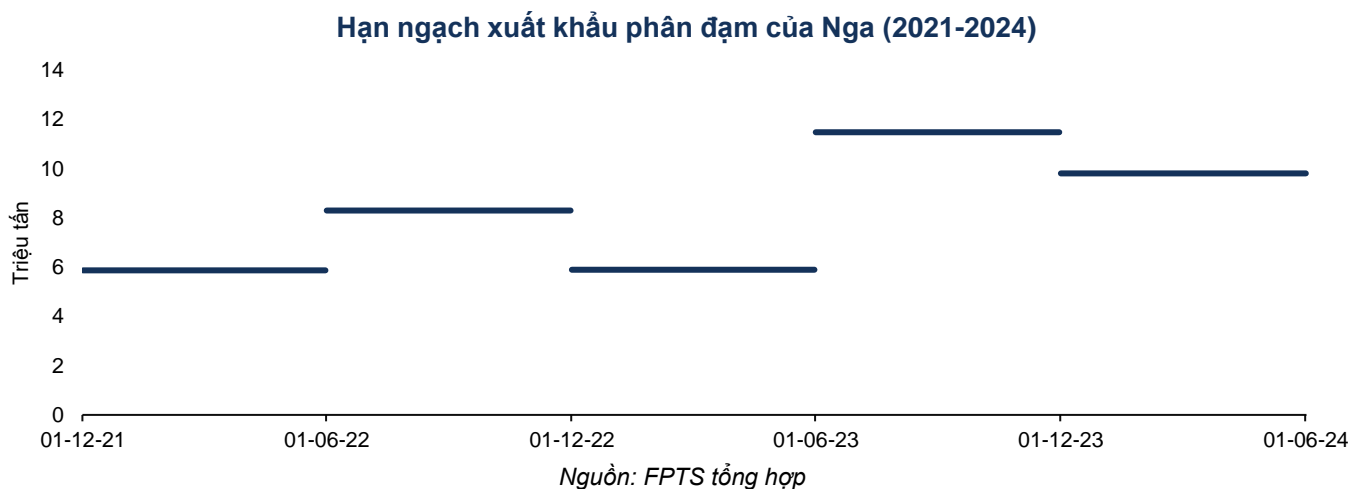
Nguồn: DPM, FPTs ước tính và dự phóng

► **Giá Urê năm 2024 dự kiến giảm -7,1% YoY, ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp mảng Urê**

Chúng tôi nhận thấy giá Urê thế giới đã tăng cao với mức biến động lớn trong giai đoạn 2021-2023 do xảy ra chênh lệch cung cầu trong ngắn hạn, gây ra bởi các yếu tố bất định như các chính sách thương mại phân bón, chi phí năng lượng, đứt gãy chuỗi cung ứng, v.v. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chênh lệch cung cầu trong ngắn hạn sẽ không còn tiếp diễn trong năm 2024 như trong giai đoạn 2021-2023, bởi (1) nguồn cung xuất khẩu của Nga (top 1 xuất khẩu Urê) và Trung Quốc (top 2 xuất khẩu Urê) được nới lỏng hơn và (2) nhu cầu nhập khẩu tại Ấn Độ (top 2 nhập khẩu Urê) giảm dần.

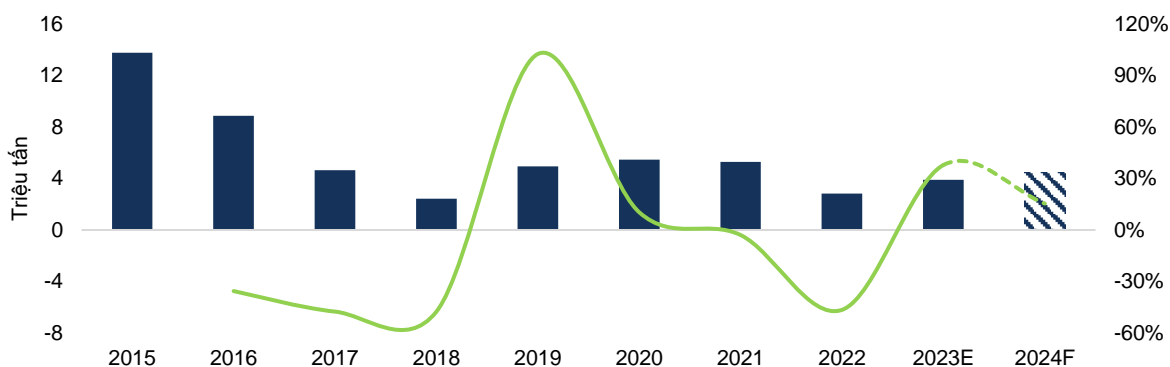


Đối với Nga, quốc gia này sẽ nới lỏng xuất khẩu hơn trong năm 2024 bởi chúng tôi nhận thấy hạn ngạch xuất khẩu phân đạm (trong đó Urê thường chiếm khoảng 60-80%) của Nga trong giai đoạn 01/12/2023-31/05/2024 tăng cao +66,3% YoY, đạt mức 9,81 triệu tấn. Bên cạnh hạn ngạch xuất khẩu, Nga vẫn duy trì chính sách áp thuế xuất khẩu phân bón, tuy nhiên chúng tôi cho rằng chính sách thuế xuất khẩu mới của Nga chỉ nhằm mục đích gia tăng nguồn thu ngân sách nhà nước và không có tác động quá đáng kể lên nguồn cung xuất khẩu của Nga hay giá Urê trên thế giới. Cụ thể, Nga đang áp dụng mức thuế xuất khẩu phân bón 7% nếu tỷ giá RUB/USD nhỏ hơn 80, và 10% trong trường hợp ngược lại, có hiệu lực trong giai đoạn 01/09/2023-31/12/2024. Ngoài ra, mức thuế trên phải đạt tối thiểu 1.100 RUB/tấn (~11,4 USD/tấn) đối với phân đạm. Trước khi áp dụng chính sách này, Nga đã áp dụng mức thuế xuất khẩu phân bón 23,5% trên phần cao hơn của giá xuất khẩu so với giá tham chiếu 450 USD/tấn kể từ đầu năm 2023. Tuy nhiên, chính sách này ảnh hưởng lớn đến nguồn thu ngân sách của Nga khi giá phân bón trong năm 2023 hầu hết ở mức dưới 450 USD/tấn.



Đối với Trung Quốc, chúng tôi cho rằng sản lượng xuất khẩu Urê năm 2024 dự kiến sẽ cải thiện +15,4% YoY, lên mức 4,5 triệu tấn, dựa trên đề xuất về chính sách xuất khẩu năm 2024 của Trung Quốc giữa 15 công ty kinh doanh phân bón, Hiệp hội Sản xuất Phương tiện Nông nghiệp Trung Quốc (CAMPA) và Ủy ban Cải cách và Phát triển Quốc gia (NDRC). Trong đó, các bên nhất trí với (1) mức hạn ngạch xuất khẩu ~1 triệu tấn trong năm 2024 cho các thương nhân có sẵn hàng ở cảng để xuất khẩu, và (2) mức hạn ngạch xuất khẩu 3-4 triệu tấn dự kiến sẽ được áp dụng cho các nhà sản xuất phân bón. Tuy nhiên, mức này vẫn thấp hơn 30,6% so với mức trung bình giai đoạn 2015-2021 (trước khi thực hiện chính sách thắt chặt xuất khẩu kể từ T10/2021) khi chính phủ Trung Quốc dự kiến vẫn duy trì thắt chặt xuất khẩu trong trung hạn, do (1) chính sách kiểm soát về môi trường và (2) ưu tiên đảm bảo nhu cầu tiêu thụ trong nước ([Xem thêm Phụ lục 2: Tình hình xuất khẩu Urê của Trung Quốc năm 2023](#)).

Sản lượng xuất khẩu phân Urê của Trung Quốc (2015-2024F)



Nguồn: Tổng Cục Hải Quan Trung Quốc, OCI Global, FPTS tổng hợp và dự phóng

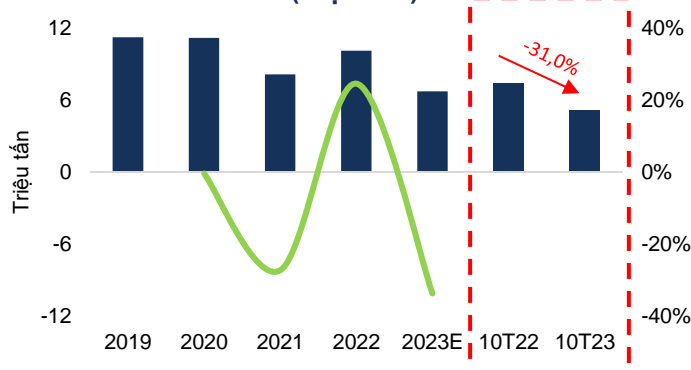
Đối với Ấn Độ, chúng tôi cho rằng nhu cầu nhập khẩu Urê sẽ ngày càng suy giảm do nguồn cung trong nước gia tăng, với mục đích nhằm chấm dứt sự phụ thuộc vào nhập khẩu kể từ năm 2025. Theo đó, Ấn Độ sẽ đưa vào 5 nhà máy phân bón mới (mỗi nhà máy có CSTK 1,27 triệu tấn/năm) trong giai đoạn 2020-2025, gia tăng tổng CSTK 6,35 triệu tấn Urê/năm. Trong đó, 4/5 nhà máy đã đưa vào vận hành trong giai đoạn 2021-2022, 1 nhà máy còn lại dự kiến sẽ đi vào vận hành trong Q4/2024. Chúng tôi nhận thấy sản lượng nhập khẩu của Ấn Độ đã suy giảm mạnh -31,0% YoY trong 10T2023 khi các nhà máy mới bắt đầu gia tăng công suất và vận hành ổn định hơn. Theo ước tính của OCI Global, sản lượng nhập khẩu của Ấn Độ năm 2023 ước đạt 6,7 triệu tấn (-33,7% YoY).

Thông tin chi tiết về 5 dự án phân bón tại Ấn Độ

Doanh nghiệp	Địa điểm	Công suất (triệu tấn)	Thời gian vận hành
RFCL	Telangana	1,27	T03/2021
HURL	Gorakhpur	1,27	T05/2022
HURL	Barauni	1,27	T10/2022
HURL	Sindri	1,27	T11/2022

TFL Talcher 1,27 T10/2024

Sản lượng nhập khẩu Urê của Ấn Độ (triệu tấn)

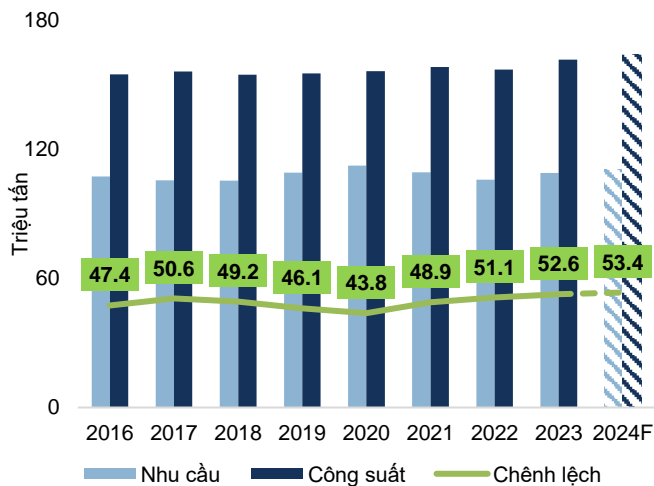
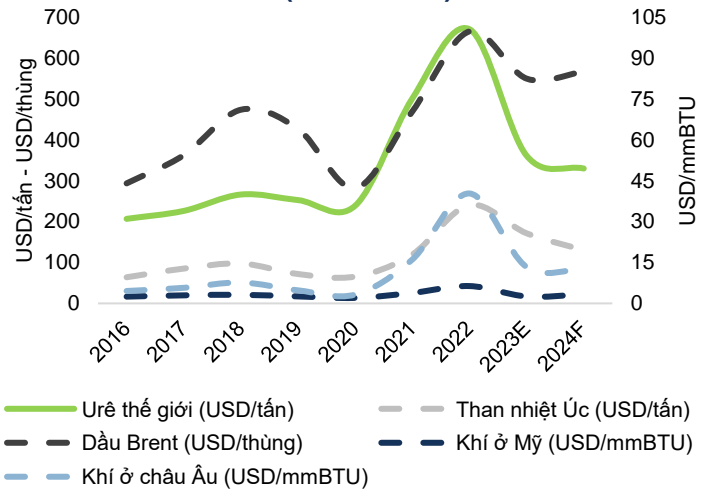


* HS Code của Urê là 31021000

Nguồn: Bộ Thương mại Ấn Độ, Argus, OCI Global

Năm 2024, chúng tôi dự báo giá phân Urê thế giới (trung bình 4 thị trường Mỹ, Trung Đông, Ai Cập, Biển Đen) sẽ đạt 330 USD/tấn, sụt giảm -8,7% YoY. Nguyên nhân là do chúng tôi cho rằng chênh lệch cung cầu trong ngắn hạn (vốn hỗ trợ giá Urê trong giai đoạn 2021-2023) sẽ không xảy ra, khiến tình trạng dư cung phân đạm (chủ yếu là Urê) sẽ thể hiện rõ ràng hơn trong năm 2024, qua đó gây áp lực giảm giá đối với phân Urê. Theo IFA, tình trạng dư cung phân đạm trong năm 2024 vẫn sẽ tiếp tục trầm trọng hơn, đạt 53,4 triệu tấn (+0,9% YoY).

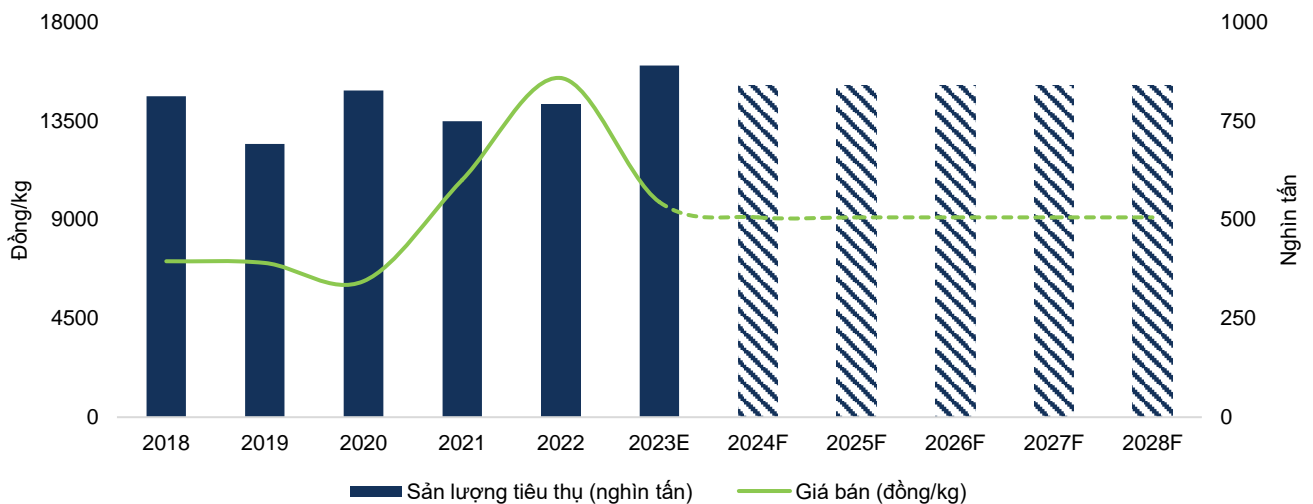
Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng mức dự phóng giá Urê trong năm 2024 vẫn sẽ cao hơn ~38,5% so với mức trung bình giai đoạn 2016-2020 bởi chi phí năng lượng đầu vào (giá than và giá khí) năm 2024 dự kiến vẫn cao hơn ~25%-140% so với mức trung bình trong cùng giai đoạn.

Công suất và nhu cầu phân đạm trên thế giới (2016-2024F)

Giá Urê thế giới và chi phí năng lượng (2016-2024F)


* Giá Urê được thể hiện bằng nét liền, chi phí năng lượng thể hiện bằng nét đứt
 Nguồn: IFA, World Bank, Bloomberg, FPTTS tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi ước tính giá Urê của DPM đạt 9.800 đồng/kg trong năm 2023, trước khi giảm -7,1% xuống 9.100 đồng/kg (~374 USD/tấn) trong năm 2024, thấp hơn so với mức giảm -8,7% YoY của giá Urê thế giới. Như vậy, chúng tôi cho rằng giá Urê nội địa vẫn duy trì ở mức cao hơn (~13,3% trong năm 2024) so với giá Urê thế giới, ngoại trừ những thời điểm giá phân Urê ở trên mức 600 USD/tấn trong giai đoạn Q4/2021-Q3/2022. Giai đoạn 2025-2028F, chúng tôi cho rằng giá Urê vẫn sẽ duy trì ở mức tương đương với năm 2024, đạt 9.100 đồng/kg.

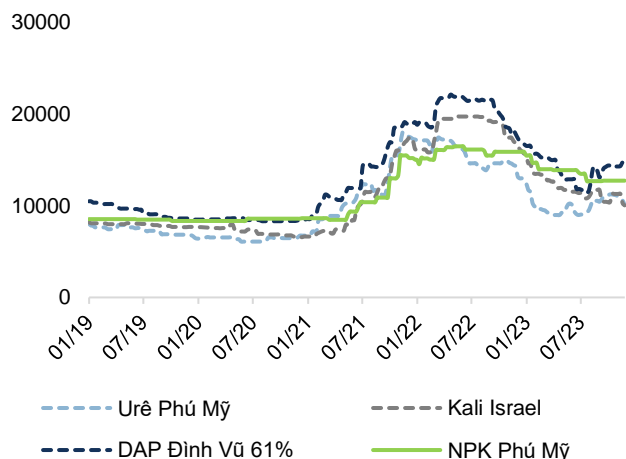
Theo đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng Urê của DPM trong năm 2023 đạt 22,0% (-30,9% đpt YoY), trước khi giảm xuống mức 14,7% (-7,3 đpt YoY) trong năm 2024 do chịu áp lực kép từ (1) giá bán Urê giảm -7,1% YoY và (2) giá khí đầu vào tăng nhẹ +2,1% YoY. Giai đoạn 2025-2028F, biên lợi nhuận gộp mảng Urê dao động quanh mức 15,1%-16,2%, dựa trên dự báo giá bán Urê và giá khí đầu vào đã đề cập ở trên.

Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán Urê của DPM (2018-2028F)


Nguồn: FPTTS tổng hợp và dự phóng

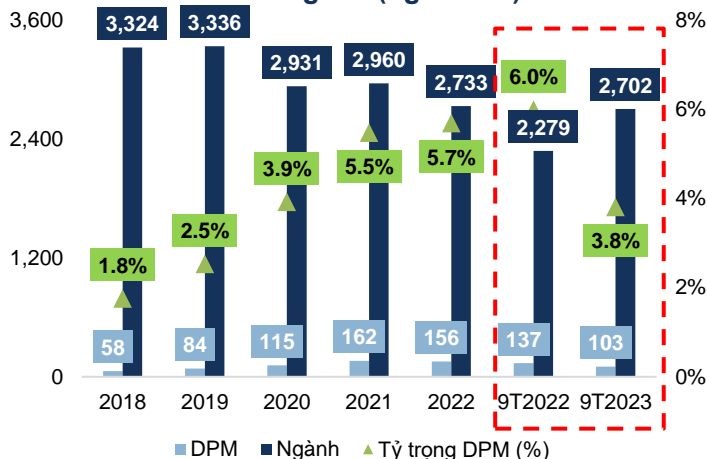
1.2. Màng NPK – Tình trạng dư cung đang diễn ra mạnh mẽ

Giá phân NPK và các loại phân đơn giai đoạn 2019-2023 (đồng/kg)



Nguồn: Agromonitor, Bộ Công Thương, DPM, FPTTS tổng hợp

Tình hình sản xuất phân NPK của DPM so với ngành (nghìn tấn)

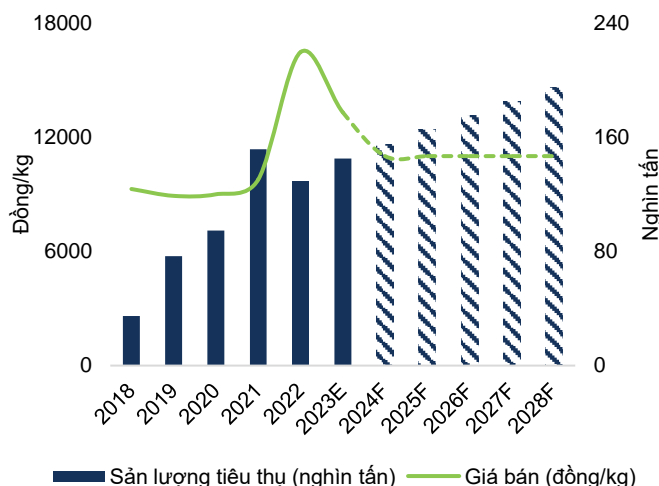


Trong 9T2023, doanh thu NPK giảm -11,1% YoY, chủ yếu đến từ giá bán NPK giảm mạnh -12,2% YoY, đạt 13.354 đồng/kg. Nguyên nhân chủ yếu từ (1) tình trạng dư cung phân NPK diễn ra mạnh mẽ gây áp lực giảm giá bán và (2) giá nguyên liệu đầu vào như DAP, Kali và Urê nhìn chung giảm mạnh và liên tục trong giai đoạn T06/2022-T07/2023, trước khi phục hồi nhẹ trở lại sau giai đoạn trên.

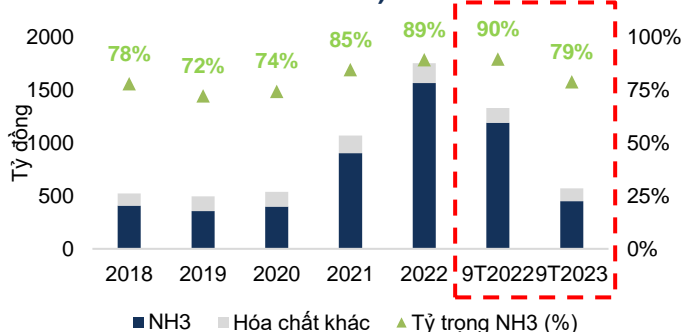
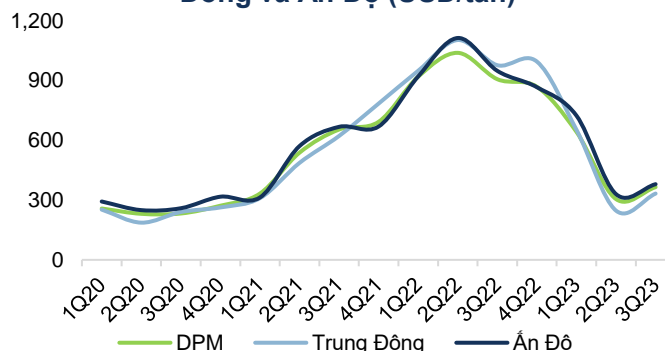
Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ NPK trong 9T2023 đạt 106,6 nghìn tấn, phục hồi +1,2% so với mức nền thấp trong 9T2022 khi bị ảnh hưởng bởi đứt gãy chuỗi cung ứng và giá nguyên liệu đầu vào tăng cao. Mặc dù vậy, sản lượng sản xuất NPK của DPM trong 9T2023 giảm -24,5% YoY, đạt 103 nghìn tấn, trái ngược với tình hình sản xuất chung của ngành tăng +18,6% YoY trong 9T2023. Chúng tôi cho rằng tình hình sản xuất NPK của DPM là phù hợp trong bối cảnh tình trạng dư cung phân NPK đang diễn ra mạnh mẽ trong 11T2023, với nguồn cung trong nước (bao gồm sản xuất và nhập khẩu) đạt 3,58 triệu tấn (+21,5% YoY) cao hơn đáng kể so với nhu cầu (bao gồm tiêu thụ nội địa và xuất khẩu) chỉ đạt 2,43 triệu tấn.

Năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu của NPK sẽ đạt 1.928,5 tỷ đồng (-9,1% YoY), trong đó sản lượng tiêu thụ đạt 145 nghìn tấn (+12,5% YoY) và giá bán đạt 13.300 đồng/kg (-19,2% YoY). Đối với sản lượng tiêu thụ, chúng tôi ước tính DPM cải thiện 10 nghìn tấn/năm trong giai đoạn 2023-2028F nhờ (1) giá phân NPK ổn định hơn sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ trong nước, đặc biệt là màng NPK chất lượng cao và (2) công suất vận hành sẽ đạt 78% (tương đương 195 nghìn tấn/năm) vào năm 2028F - mức hoạt động tương đối cao đối với nhà máy NPK bởi đặc thù phải sản xuất nhiều loại công thức phân bón khác nhau. Đối với giá bán, chúng tôi ước tính giá bán NPK năm 2024F sẽ giảm về mức 11.000 đồng/kg (-17,3% YoY) khi giá các loại phân đơn dự kiến sẽ suy giảm, và dự kiến đi ngang trong giai đoạn 2024-2028F.

Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán NPK của DPM (2018-2028F)



Nguồn: Agromonitor, DPM, FPTTS tổng hợp

2. Mạng hóa chất – Triển vọng kém khả quan khi giá NH3 dự kiến duy trì ở mức thấp ([Quay lại](#))
Cơ cấu doanh thu mạng hóa chất (2018-2023)

Giá bán NH3 của DPM so với Trung Đông và Ấn Độ (USD/tấn)


*Hóa chất khác bao gồm UFC85, CO2, v.v...

Nguồn: DPM, Bloomberg, FPTTS tổng hợp và ước tính

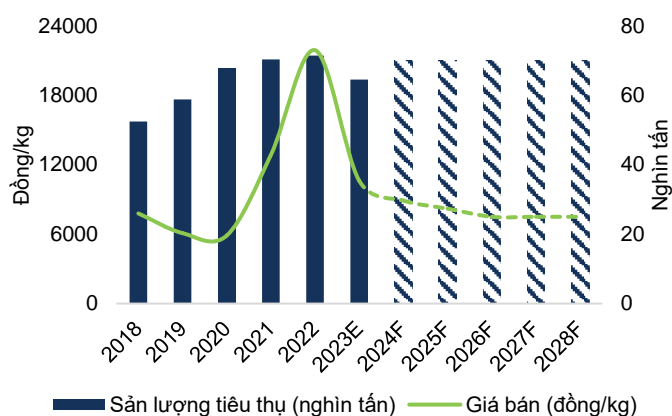
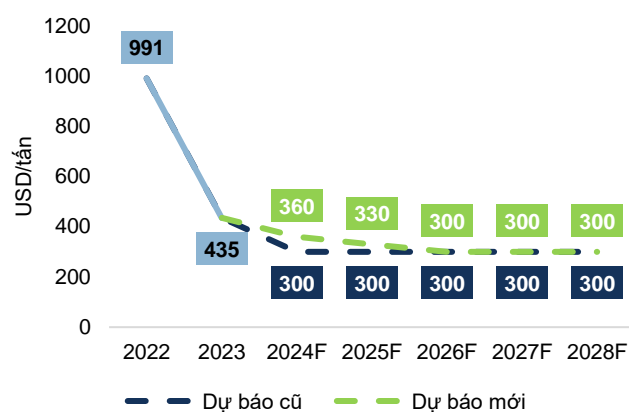
Trong 9T2023, doanh thu mạng hóa chất ước tính đạt 571,4 tỷ đồng (-57,0% YoY), trong đó đóng góp chủ yếu là doanh thu NH3 ~471 tỷ đồng (-62,1% YoY). Nguyên nhân chủ yếu đến từ giá bán NH3 của DPM chỉ đạt 9.751 đồng/kg, sụt giảm -56,0% YoY theo đà giảm của giá NH3 thế giới trong giai đoạn Q2/2022-Q2/2023, khi (1) giá khí (nguyên liệu đầu vào của NH3) tại các khu vực dần hạ nhiệt, đặc biệt là khu vực châu Âu và (2) Trung Quốc mở cửa trở lại và tăng cường xuất khẩu từ đầu 2023. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ trong 9T2023 cũng chỉ đạt 46,2 nghìn tấn (-13,8% YoY), bởi (1) nhu cầu suy giảm khi nhiều công ty lớn (Ajnomoto, Vedan) chuyển đổi công nghệ sản xuất, tiết giảm tiêu thụ NH3 và các nhà máy sắt thép, cao su, nhiệt điện giảm công suất và (2) xưởng sản xuất NH3 của DPM ngưng sản xuất trong 9 ngày kể từ 22/08/2023 để sửa chữa sự cố đường ống dẫn khí.

Năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu mạng hóa chất đạt 834,3 tỷ đồng (-52,4% YoY), trong đó doanh thu NH3 đạt 683,7 tỷ đồng (-56,3% YoY). Trong đó, biên lợi nhuận gộp mạng hóa chất năm 2023 dự kiến đạt 16,2% (-63,3 đpt YoY), do chịu tác động kép từ (1) giá bán NH3 giảm mạnh -51,6% YoY và (2) giá khí đầu vào (chiếm hơn 85% giá thành sản xuất NH3) tăng cao +17,6% YoY. Chúng tôi ước tính giá bán NH3 của DPM trong năm 2023 ước đạt 10.600 đồng/kg (-51,6% YoY), cao hơn +8,7% so với mức 9T2023 khi giá NH3 trong Q4/2023 hồi phục trở lại bởi (1) chi phí khí đốt gia tăng và (2) nhu cầu các sản phẩm hạ nguồn tăng cao, đặc biệt là phân bón. Mức dự báo này tương đương với mức giá NH3 FOB trung bình của khu vực Trung Đông trong năm 2023 ~435 USD/tấn. Bên cạnh đó, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ NH3 năm 2023 đạt 64,5 nghìn tấn (-9,8% YoY).

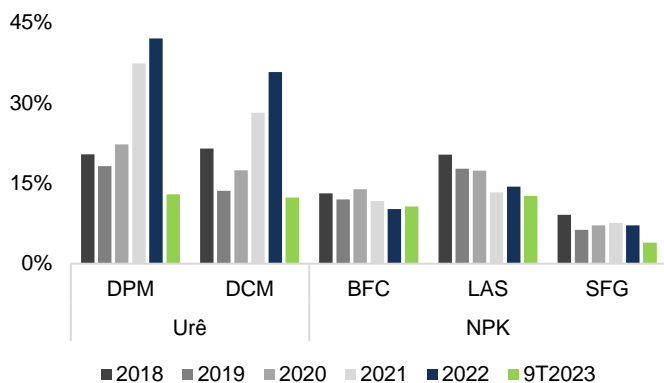
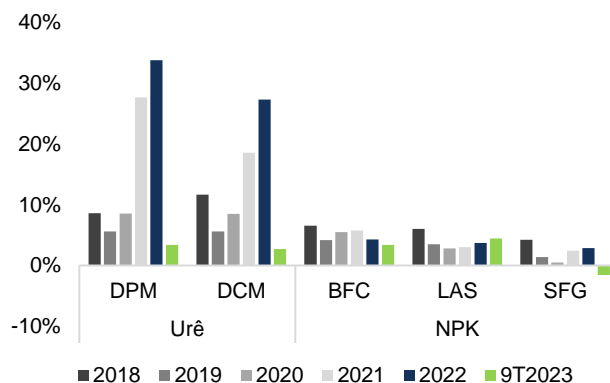
Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi ước tính doanh thu mạng hóa chất của DPM đạt 768,8 tỷ đồng (-7,8% YoY) năm 2024 và 719,8 tỷ đồng (-6,4% YoY) năm 2025, trước khi giảm về mức 670,8 tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028F. Trong đó, doanh thu NH3 dự kiến đạt 623,0 tỷ đồng (-8,9% YoY) năm 2024 và 574 tỷ đồng (-7,9% YoY) năm 2025, trước khi giảm về mức 525,0 tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028F.

Đối với giá bán, chúng tôi ước tính giá bán NH3 của DPM trong giai đoạn 2024-2028F sẽ duy trì ở mức thấp, đạt lần lượt 8.900 đồng/kg (-16,0% YoY) năm 2024 và 8.200 đồng/kg (-7,9% YoY) năm 2025, trước khi giảm về mức 7.500 đồng/kg trong giai đoạn 2026-2028F, dựa trên dự báo của Fitch Ratings vào T11/2023. Theo đó, Fitch Ratings đã nâng dự báo giá NH3 trong giai đoạn 2024-2025, từ mức 300 USD/tấn lên mức 360 USD/tấn năm 2024 và 330 USD/tấn năm 2025, trước khi giảm về mức 300 USD/tấn trong giai đoạn 2026-2028F. Dự báo này được dựa trên giả định (1) giá khí đốt cao hơn, (2) nhu cầu cải thiện, trong đó tăng 1,6 triệu tấn trong năm 2024, và (3) không bổ sung thêm công suất mới đáng kể vào năm 2025, sau khi công suất 1,3 triệu tấn của New Gulf Coast sẽ được đưa vào hoạt động trong Q1/2024. Bên cạnh đó, 1 bến cảng nước sâu mới ở Biển Baltic sẽ được đưa vào hoạt động trong 1H2024, giúp 2 triệu tấn NH3 xuất khẩu của Nga sẽ quay trở lại thị trường, thay thế phần lớn hoạt động xuất khẩu của Nga qua Biển Đen (~2,5 triệu tấn) vốn khó có thể tiếp tục.

Đối với sản lượng tiêu thụ, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ sẽ quay trở lại mức 70 nghìn tấn/năm trong giai đoạn 2024-2028F khi (1) xưởng NH3 không còn gặp sự cố như trong năm 2023 và (2) mức tiêu thụ xấp xỉ với mức trung bình của giai đoạn 2020-2022.

Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán NH3 của DPM (2018-2028F)

Dự báo giá NH3 FOB Trung Đông của Fitch Ratings (2022-2028F)


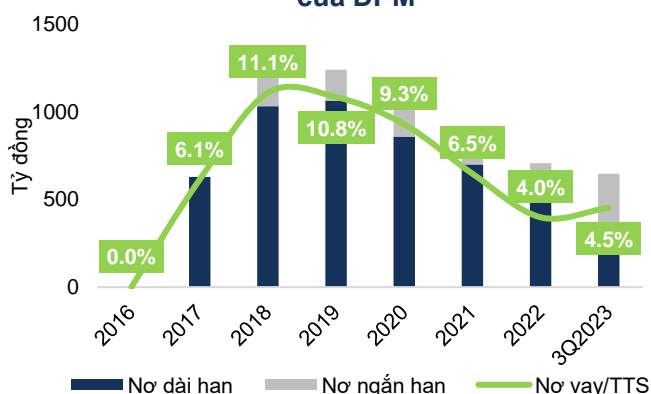
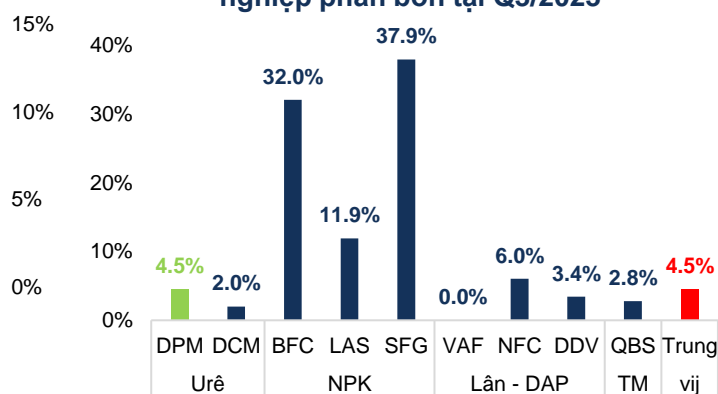
Nguồn: Fitch Ratings, FPTS tổng hợp và dự phóng

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH
1. Khả năng sinh lời bị ảnh hưởng mạnh do chịu tác động kép từ giá bán đầu ra và giá khí đầu vào
Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp Urê và NPK

Biên lợi nhuận hoạt động của các doanh nghiệp Urê và NPK


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp mảng Urê (bao gồm DPM và DCM) sau khi tăng mạnh trong giai đoạn 2021-2022 (nhờ chênh lệch cung cầu Urê trong ngắn hạn hỗ trợ giá Urê tăng cao), đều sụt giảm mạnh trong 9T2023 do phải chịu áp lực kép từ giá Urê đầu ra hạ nhiệt và giá khí đầu vào tăng cao. Trong khi đó, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp mảng NPK nhìn chung cũng giảm dần, nhưng với mức biến động thấp hơn, trong giai đoạn 2018-9T2023 do (1) tình trạng dư cung và cạnh tranh tương đối gay gắt trong mảng này và (2) cơ chế điều chỉnh giá phân NPK đầu ra theo giá phân đơn đầu vào.

Biên lợi nhuận hoạt động của DPM trong 9T2023 đã sụt giảm mạnh -32,0 đpt YoY về mức 3,4%, sau khi tăng đột biến và trở thành doanh nghiệp có mức biên lợi nhuận hoạt động cao nhất ngành trong giai đoạn 2021-2022. Mức này hiện nhỉnh hơn DCM 0,7 đpt do nhà máy sản xuất Urê của DCM chưa hết khấu hao (dự kiến hết khấu hao vào T09/2023), trong khi đó tương đương với BFC (doanh nghiệp NPK lớn nhất miền Nam) và thấp hơn 1,1 đpt so với LAS (doanh nghiệp NPK lớn nhất miền Bắc).

2. Cơ cấu tài chính lành mạnh, đòn bẩy tài chính giảm dần
Cơ cấu nợ vay và tỷ trọng nợ vay/TTS của DPM

Tỷ trọng nợ vay/TTS của các doanh nghiệp phân bón tại Q3/2023


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

Từ năm 2017, nợ vay dài hạn của DPM tăng cao khi đầu tư tổ hợp dự án NH3 – NPK với tổng mức đầu tư 5.000 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, nợ vay ngắn hạn hầu hết là từ các khoản vay dài hạn từ dự án trên chuyển sang. Nhìn chung, tỷ lệ nợ vay/TTS của DPM có xu hướng giảm dần, từ mức 11,1% cuối năm 2018 xuống 4,5% vào cuối Q3/2023. So với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành phân bón, DPM có tỷ lệ đòn bẩy nằm ở mức hợp lý, tương đương với mức trung vị của ngành ~4,5% tại cuối Q3/2023.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi cập nhật dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DPM giai đoạn 2023–2028F như sau:

Chỉ tiêu Giả định

Màng Urê

Sản lượng tiêu thụ

Năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Urê của DPM sẽ đạt 890 nghìn tấn (+27,3% YoY) nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ nội địa phục hồi mạnh và (2) tồn kho ở mức cao vào cuối năm 2022. Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urê ở mức 840 nghìn tấn/năm.

Giá phân Urê

Chúng tôi ước tính giá Urê của DPM đạt 9.800 đồng/kg trong năm 2023, trước khi giảm -7,1% xuống 9.100 đồng/kg (~374 USD/tấn) trong năm 2024, thấp hơn so với mức giảm -8,7% YoY của giá Urê thế giới. Giai đoạn 2025-2028F, chúng tôi cho rằng giá Urê vẫn sẽ duy trì ở mức tương đương với năm 2024, đạt 9.100 đồng/kg.

Màng NPK

Sản lượng tiêu thụ

Năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ đạt 145 nghìn tấn (+12,5% YoY). Giai đoạn 2023-2028F, sản lượng tiêu thụ sẽ cải thiện 10 nghìn tấn/năm nhờ (1) giá phân NPK ổn định hơn sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ trong nước, đặc biệt là màng NPK chất lượng cao và (2) công suất vận hành sẽ đạt 78% (tương đương 195 nghìn tấn/năm) vào năm 2028F - mức hoạt động tương đối cao đối với nhà máy NPK.

Giá phân NPK

Năm 2023, chúng tôi ước tính giá bán đạt 13.300 đồng/kg (-19,2% YoY), trước khi giảm về mức 11.000 đồng/kg (-17,3% YoY) trong năm 2024 khi giá các loại phân đơn dự kiến sẽ suy giảm. Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi dự báo giá phân NPK sẽ đi ngang.

Màng hóa chất

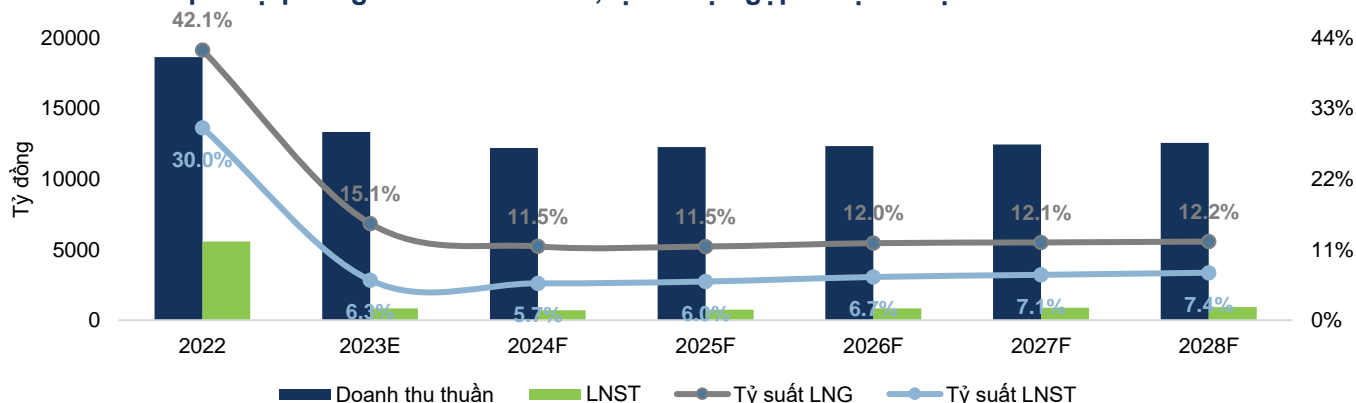
Sản lượng tiêu thụ

Năm 2023, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ NH3 năm 2023 đạt 64,5 nghìn tấn (-9,8% YoY) do (1) nhu cầu tiêu thụ suy giảm bởi các khách hàng chuyển đổi công nghệ sản xuất và cắt giảm công suất và (2) xưởng NH3 ngưng sản xuất trong 9 ngày cuối T08/2023 để sửa chữa sự cố. Giai đoạn 2024-2028F, sản lượng tiêu thụ ước tính sẽ quay trở lại mức 70 nghìn tấn/năm khi xưởng NH3 không còn xảy ra sự cố.

Giá hóa chất

Năm 2023, giá bán NH3 ước tính đạt 10.600 đồng/kg (-51,6% YoY). Giai đoạn 2024-2028F, giá bán NH3 ước đạt 8.900 đồng/kg (-16,0% YoY) năm 2024 và 8.200 đồng/kg (-7,9% YoY) năm 2025, trước khi giảm về mức 7.500 đồng/kg trong giai đoạn 2026-2028F, dựa trên dự báo của Fitch Ratings vào T11/2023.

Kết quả dự phóng doanh thu thuần, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của DPM



TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DPM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE). Giá mục tiêu của một cổ phiếu DPM được xác định là **32.250 đồng/cp**, thấp hơn 2,7% so với mức giá đóng cửa ngày 28/12/2023, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	32.238	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	32.300	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/ cổ phiếu)		32.250	

CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giá định mô hình	Cập nhật T12/2023	Cập nhật T06/2023	Giá định mô hình	Cập nhật T12/2023	Cập nhật T06/2023
WACC 2023	14,8%	15,4%	Phần bù rủi ro	10,90%	11,47%
Chi phí sử dụng nợ	8,5%	8,5%	Hệ số beta không đòn bẩy	1,07	1,07
Chi phí sử dụng VCSH	15,1%	15,7%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,00%	3,00%	Thời gian dự phóng	6 năm	6 năm

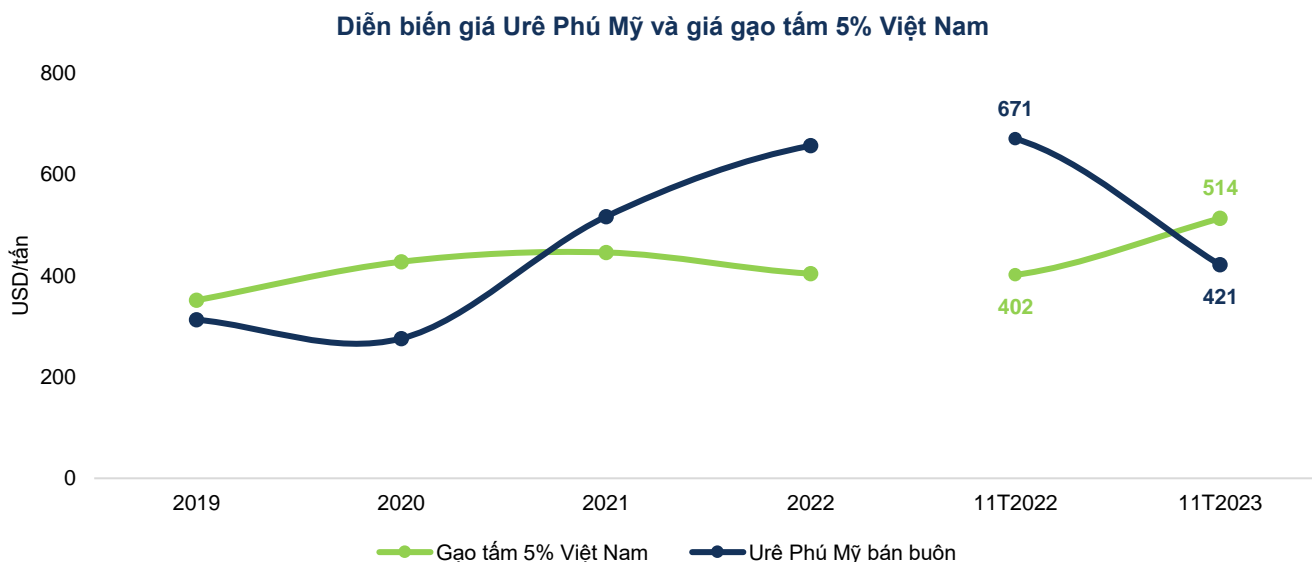
KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	7.098.443
(+) Tiền, tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu đồng)	8.963.841
(-) Nợ vay ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)	707.152
(-) Cổ tức tiền mặt đã trả trong năm (triệu đồng)	2.739.340
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	12.615.792
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	391.334
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)	32.238
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	12.640.134
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)	32.300

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (tỷ đồng)	2022	2023E	2024F	2025F	CĐKT	2022	2023E	2024F	2025F
Doanh thu thuần	18.627	13.319	12.201	12.262	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	10.789	11.312	10.799	10.854	+ Tiền và tương đương tiền	2.084	974	1.463	1.918
Lợi nhuận gộp	7.838	2.007	1.402	1.408	+ Đầu tư TC ngắn hạn	6.880	7.000	7.250	7.500
- Chi phí bán hàng	978	815	636	640	+ Các khoản phải thu	458	512	480	482
- Chi phí quản lí DN	556	466	378	380	+ Hàng tồn kho	3.871	2.996	2.857	2.867
Lợi nhuận thuần HĐKD	6.304	727	388	389	+ Tài sản ngắn hạn khác	285	292	269	270
- Doanh thu TC	365	371	515	543	Tổng tài sản ngắn hạn	13.579	11.774	12.319	13.036
- Chi phí TC	85	73	51	34	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	11.488	11.692	11.840	11.880
- Thu nhập khác	19	0	0	0	+ Khấu hao lũy kế	(9.054)	(9.555)	(10.020)	(10.420)
- Lãi/lỗ trong công ty LDLK	3	3	3	3	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	2.434	2.137	1.819	1.460
LNTT	6.606	1.024	852	898	+ Đầu tư tài chính dài hạn	42	42	42	42
- Thuế TNDN	1.129	195	153	162	+ Tài sản dài hạn khác	403	403	403	403
- Thuế hoãn lại	(109)	0	0	0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	219	-	-	-
LNST	5.585	832	701	739	Tổng tài sản dài hạn	4.120	3.579	3.238	2.855
- Lợi ích cổ đông thiểu số	20	30	31	24	Tổng Tài sản	17.699	15.353	15.557	15.891
LNST của cổ đông CT Mẹ	5.565	803	670	716	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	13.470	1.928	1.610	1.719	+ Phải trả người bán	869	950	907	912
EBITDA	534	526	489	424	+ Vay và nợ ngắn hạn	202	202	202	101
Khấu hao	515	526	489	424	+ Quỹ khen thưởng	88	48	40	43
Tăng trưởng doanh thu	46%	-28%	-8%	0%	Nợ ngắn hạn	2.996	2.988	2.929	2.863
Tăng trưởng LN HĐKD	78%	-88%	-47%	0%	+ Vay và nợ dài hạn	505	303	101	-
Tăng trưởng EBIT	74%	-84%	-17%	5%	+ Phải trả dài hạn khác	3	-	-	-
Tăng trưởng EPS	77%	-86%	-17%	7%	Nợ dài hạn	686	303	101	-
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023E	2024F	2025F	Tổng nợ	3.681	3.291	3.030	2.863
Tỷ suất lợi nhuận gộp	42,1%	15,1%	11,5%	11,5%	+ Thặng dư	21	21	21	21
Tỷ suất LNST	30,0%	6,3%	5,7%	6,0%	+ Vốn điều lệ	3.914	3.914	3.914	3.914
ROE DuPont	45,0%	6,4%	5,7%	5,8%	+ LN chưa phân phối	6.401	4.416	4.850	5.327
ROA DuPont	35,3%	5,0%	4,5%	4,7%	Vốn chủ sở hữu	13.831	11.846	12.280	12.757
Tỷ suất EBIT/doanh thu	33,8%	5,5%	3,2%	3,2%	Lợi ích cổ đông thiểu số	247	270	298	325
LNST/LNTT	84,5%	81,3%	82,3%	82,3%	Tổng cộng nguồn vốn	17.699	15.353	15.557	15.891
LNTT/EBIT	104,8%	140,9%	219,5%	231,1%	Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023E	2024F	2025F
Vòng quay tổng tài sản	117,8%	80,6%	78,9%	78,0%	Tiền đầu năm	2.524	2.084	974	1.463
Đòn bẩy tài chính	127,4%	126,2%	125,2%	122,6%	Lợi nhuận sau thuế	6.606	803	670	716
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023E	2024F	2025F					
Số ngày phải thu	4,88	7,56	7,56	7,56					
Số ngày tồn kho	112,44	98,18	98,18	98,18					

Số ngày phải trả	29,40	30,66	30,66	30,66	+ Khấu hao	515	526	489	424
Thời gian luân chuyển tiền	87,91	75,07	75,07	75,07	+ Điều chỉnh	(9.993)	(366)	(245)	(268)
COGS / Hàng tồn kho	2,79	3,78	3,78	3,79	+ Thay đổi vốn lưu động	(683)	855	120	21
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023E	2024F	2025F	Tiền từ hoạt động KD	(3.227)	1.817	1.034	892
CS thanh toán hiện hành	4,53	3,94	4,21	4,55	+ Thanh lý tài sản cố định	2	-	-	-
CS thanh toán nhanh	3,24	2,94	3,23	3,55	+ Chi mua sắm TSCĐ	(77)	15	(148)	(40)
CS thanh toán tiền mặt	2,99	2,67	2,97	3,29	+ Tăng (giảm) đầu tư	(3.425)	-	-	-
Nợ / Tài sản	0,04	0,03	0,02	0,01	+ Các hđ đầu tư khác	273	-	-	-
Nợ / Vốn CSH	0,05	0,04	0,02	0,01	Tiền từ hđ đầu tư	(3.227)	15	(148)	(40)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,01	0,02	0,02	0,01	+ Cổ tức đã trả	(1.977)	(2.740)	(196)	(196)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,04	0,03	0,01	0,00	+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	73,94	9,96	7,64	11,53	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	0	-	(101)
					+ Thay đổi nợ dài hạn	-	(202)	(202)	(101)
					+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
					Tiền từ hoạt động TC	(2.177)	(2.942)	(398)	(398)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	(8.630)	(1.110)	489	455
					Tiền cuối năm	2.084	974	1.463	1.918

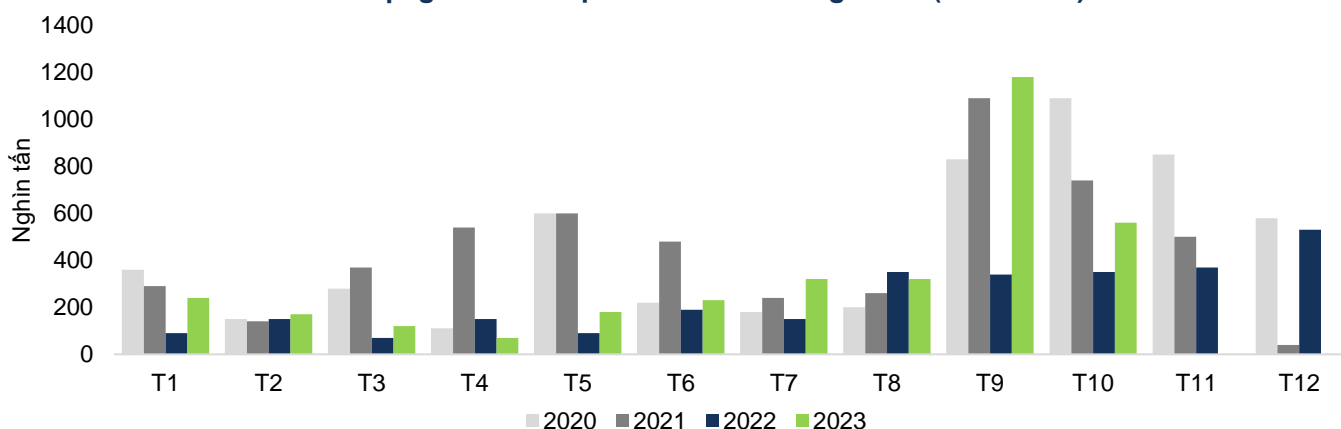
PHỤ LỤC
Phụ lục 1: Diễn biến giá Urê Phú Mỹ và giá gạo tám 5% Việt Nam ([Trở về nội dung chính](#)).


Nguồn: World Bank, FPTS tổng hợp

Phụ lục 2: Tình hình xuất khẩu Urê của Trung Quốc năm 2023 ([Trở về nội dung chính](#)).

Chúng tôi cho rằng tình hình xuất khẩu trong năm 2023 nhìn chung có sự nới lỏng hơn trong năm 2022 khi Trung Quốc thực hiện nghiêm ngặt chính sách thắt chặt xuất khẩu kể từ T10/2021. Do đó, sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc trong 10T2023 có sự phục hồi lớn +75,6% YoY, đạt 3,39 triệu tấn, trong đó có sự gia tăng đột biến trong T10/2023 khi Trung Quốc giao 1,1 triệu tấn đến Ấn Độ trong đợt thầu ngày 9/8 của IPL. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng xuất khẩu trong 2 tháng cuối năm 2023 sẽ không đáng kể khi Trung Quốc áp dụng chính sách ngừng xuất khẩu đối với các doanh nghiệp nhà nước kể từ đầu T09/2023, để đảm bảo nhu cầu tiêu thụ trong nước tăng cao và kìm hãm đà tăng của giá phân bón nội địa. Cụ thể, tập đoàn Sino-Agri kể từ 02/09/2023 sẽ ngừng ký các hợp đồng xuất khẩu mới, và 2 công ty nhà nước còn lại Sino-Chem và BlueChem nhiều khả năng cũng sẽ ngừng ký hợp đồng xuất khẩu mới cho đến cuối năm 2023. Trong khi đó, các doanh nghiệp tư nhân sẽ ít bị ảnh hưởng hơn, tuy nhiên vẫn phải chịu sự thắt chặt trong kiểm tra pháp lý khiến việc xuất khẩu trở nên khó khăn và tốn thời gian hơn. Vì vậy, chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu Urê của Trung Quốc trong năm 2023 sẽ đạt 3,9 triệu tấn (+37,8% YoY).

Sản lượng xuất khẩu phân Urê của Trung Quốc (2020-2023)



Nguồn: Tổng Cục Hải Quan Trung Quốc, FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu DPM, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Trụ sở chính

Số 52 - Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp, Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 - 138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp, Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, phường Thạch
Thang, quận Hải Châu, TP Đà Nẵng.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888