

**DPM – TRUNG LẬP**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 18/11/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	33.000
KLGD TB 10 ngày	2.617.800
Vốn hoá (nghìn đồng)	12.914
SL CPLH (triệu CP)	391,3
Giá mục tiêu	40.853
Upside	+23,8%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Phạm Hồng Mộng Thy  
[phmthy@vcbs.com.vn](mailto:phmthy@vcbs.com.vn)  
+84-2838208117 ext 640

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

**DPM – NHU CẦU TIÊU THỤ PHỤC HỒI KHI BƯỚC VÀO VỤ ĐÔNG XUÂN**

**KẾT QUẢ KINH DOANH Q3 VÀ 9T ĐẦU NĂM**

**KQKD Q3/2023 suy giảm** với doanh thu thuần đạt 3.216 tỷ đồng (-17% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 69 tỷ đồng – giảm 93% yoy chủ yếu do giá bán ure giảm 35% yoy và giá bán NH3 giảm 59%, đồng thời giá khí tăng cao so với cùng kỳ năm ngoái đã khiến lợi nhuận giảm sâu tương ứng. **9 tháng đầu năm, KQKD của DPM ghi nhận mức giảm mạnh so với nền cao 2022** với doanh thu thuần đạt 10.187 tỷ đồng (-31% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 436 tỷ đồng (-90% yoy).

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

**Giá cổ phiếu đã giảm mạnh 20% sau khi DN công bố KQKD Q3 sụt giảm mạnh**, nguyên nhân chủ yếu là do giá bán phân bón và hóa chất quý 3 giảm so với cùng kỳ năm trước, đặc biệt giá bán ure giảm 35% và giá bán NH3 giảm 59%. Đồng thời, giá khí đầu vào tăng cao so với cùng kỳ khiến lợi nhuận quý 3 giảm mạnh tương ứng. **Chúng tôi cho rằng KQKD Q4 sẽ khả quan hơn nhờ sự phục hồi nhu cầu tiêu thụ, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận của công ty năm 2023 sẽ không cao so nền cao 2022, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng 2024 kết quả kinh doanh DPM sẽ có sự cải thiện so năm 2023 dựa trên các luận điểm sau:**

- Nguồn cung toàn cầu thắt chặt, nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2024 được dự báo tăng trưởng chậm lại so với năm 2023 do nguồn cung Ure toàn cầu thắt chặt** do (1) Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu ure (2) Nga tiếp tục gia hạn hạn ngạch xuất và (3) Sản xuất ure ở EU dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp. **Nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2024 được dự báo tăng chậm so với năm 2023. Nhu cầu tiêu thụ nội địa kỳ vọng tăng vào Q4.2023 và Q1.2024 khi bước vào vụ Đông Xuân.**
- Giá phân bón dự báo tăng theo nhu cầu khí vào cao điểm mùa vụ Đông – Xuân.** Nhu cầu phân ure thường tăng cao khi bước vào cao điểm vụ mùa Đông Xuân (cuối tháng 10 đến tháng 1), kéo giá phân bón tăng theo. Theo dự báo của doanh nghiệp trong ngành, nhu cầu, nguồn cung và giá phân bón ure sẽ lần lượt tăng 21% qoq, 10% yoy và 5% qoq khi bước vào mùa vụ. Nhu cầu tiêu thụ, nguồn cung và giá bán cũng được dự báo tăng nhẹ, nhu cầu tiêu thụ tăng 9% yoy, giá bán tăng 20% qoq với nguồn cung có thể đạt 600.000 tấn.
- Giá khí đầu vào năm 2024 kỳ vọng giảm so với năm 2023, hỗ trợ biên lợi nhuận doanh nghiệp.** Mặc dù giá dầu trong năm 2024 được dự báo tăng 3% yoy (dự báo tháng 10 của EIA), theo dự báo của IRI khả năng El-Nino sẽ tạo đỉnh trong tháng 11/2023, sau đó bắt đầu suy yếu dần và có khả năng đi vào pha trung tính từ 2H24. Tiền đề này kỳ vọng sẽ tạo môi trường thuận lợi hơn cho các nhà máy thủy điện so với 2023, giảm sản lượng huy động điện khí. Do đó chi phí đầu vào năm 2024 kỳ vọng sẽ thấp hơn so với cùng kỳ nhờ sử dụng nguồn khí giá rẻ từ Mô Bạch Hồ và Ròng Đồi môi, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận.

**ĐÁNH GIÁ**

**Cho năm 2023, chúng tôi dự phóng dựa trên giả định giá urê cho năm 2023 ở mức 430 USD/tấn, giá dầu Brent 84 USD/thùng (báo cáo tháng 10 EIA). Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu 6% do giả định sản lượng tiêu thụ tăng 10% so với dự báo trước đó (báo cáo ngày 12/09/2023) đạt 14.077 tỷ đồng (-20% yoy). Chúng tôi hạ dự phóng BLNG 5% so với dự báo trước đó mặc dù nhìn chung giá khí dầu vào trong năm 2023 dự kiến giảm so với cùng kỳ nhưng với tốc độ chậm hơn so với giá urê khiến biên lợi nhuận gộp năm 2023 thu hẹp. LNST năm 2023F đạt 1.070 tỷ đồng (-80% yoy).**

**Cho năm 2024F, giả định giá urê cho năm 2024 ở mức 440 USD/tấn, giá dầu Brent 86 USD/thùng (báo cáo tháng 10 EIA), và dự phóng doanh thu năm 2024 là 14.526 tỷ đồng (-2,5% yoy), LNST đạt 1.160 tỷ đồng (+8% yoy).**

**Chúng tôi hạ giá mục tiêu DPM 6% còn 40.853 đồng/cp, tương đương triển vọng tăng 24% so với giá đóng cửa ngày 18/11/2023. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu DPM.**

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (Tỷ đồng)	12.786	18.627	14.898	14.526
+/- yoy (%)	65%	46%	-20%	-2.5%
LNST (Tỷ đồng)	3.172	5.606	1.070	1.160
+/- yoy (%)	348%	75%	-80%	8%
ROA (%)	7%	7%	9%	8%
ROE (%)	9%	10%	12%	11%
EPS - TTM (đồng)	7.610	13.525	2.438	2.640

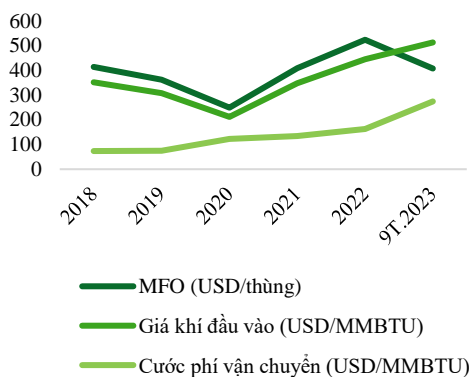
## NHÌN LẠI KQKD

**KQKD Q3/2023 suy giảm với** doanh thu thuần đạt 3.216 tỷ đồng (-17% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 69 tỷ đồng – giảm 93% yoy chủ yếu do giá bán ure giảm 35% yoy và giá bán NH3 giảm 59%, đồng thời giá khí tăng cao so với cùng kỳ năm ngoái đã khiến lợi nhuận giảm sâu tương ứng. **9 tháng đầu năm, KQKD của DPM ghi nhận mức giảm mạnh so với nền cao 2022** với doanh thu thuần đạt 10.187 tỷ đồng (-31% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 436 tỷ đồng (-90% yoy).

Chỉ tiêu	Q3.2023	9T.2023	2023 KH của DPM	Diễn giải
Giá khí ( mmbtu)	11,33	10,5	8,95	<b>Giá khí Q3 có mức tăng mạnh 28% yoy chủ yếu do</b> (1) Giá dầu FO tăng (+16% qoq, +7% yoy) (2) Tỷ trọng nguồn cung khí giá rẻ giảm (Sư tử trắng và Rồng Đồi Mồi). Tỷ trọng nguồn khí giá rẻ (Sư tử trắng và Rồng Đồi Mồi) và nguồn khí giá cao lần lượt là 61,5% và 38,5% (3) Cước phí vận chuyển tăng do tăng tỷ trọng khí từ các bể khác xa nguồn (4) Tỷ giá tăng: DPM mua khí bằng đồng USD
+/-%	28%	36%		
<b>Sản lượng Urê (nghìn tấn)</b>	<b>211</b>	<b>691</b>	<b>800</b>	Theo quy luật thông thường, sản lượng tiêu thụ quý 3 hàng năm thường thấp do trái mùa. Tuy nhiên sản lượng tiêu thụ của DPM vẫn tăng nhờ vào giá bán cạnh tranh so với thị trường và thương hiệu phân bón uy tín.
+/-%	11%	8%	86%	
<b>Giá urê (vnd/kg)</b>	<b>9.266</b>	<b>9.297</b>		Giá phân bón ghi nhận mức tăng 26% qoq và giảm 35% yoy trong quý 3, chủ yếu do: (1) Nhu cầu tiêu thụ gia tăng bất thường tại tất cả các khu vực, đặc biệt tại Ấn Độ và bờ Tây Suez (2) Nguồn cung eo hẹp tại khu vực Trung Á/Đông Nam Á khi 3 nhà máy chính tại Malaysia, Brunei ngừng hoạt động để bảo trì hoặc gặp sự cố và Indonesia chưa thể xuất khẩu ure. (3) Giá phân bón trong nước biến động tương quan với giá phân bón thế giới
+/-%	-35%	-41%		
<b>Sản lượng NPK (nghìn tấn)</b>	<b>35</b>	<b>107</b>	<b>200</b>	Trong Q2, DPM ghi nhận lỗ trong mảng NPK một phần do chi phí hàng tồn kho cao và cạnh tranh gay gắt với hàng nhập khẩu. Tuy nhiên trong Q3, nguồn cung NPK nhập khẩu giảm, đồng thời giá các loại phân đơn (DAP, Kali) có mức giảm ít hơn đã tác động đến sức mua NPK, do hàng phối trộn các loại phân đơn có chi phí cao hơn, người dân sẽ có xu hướng tăng sử dụng NPK.
+/-%	30%	2%	54%	

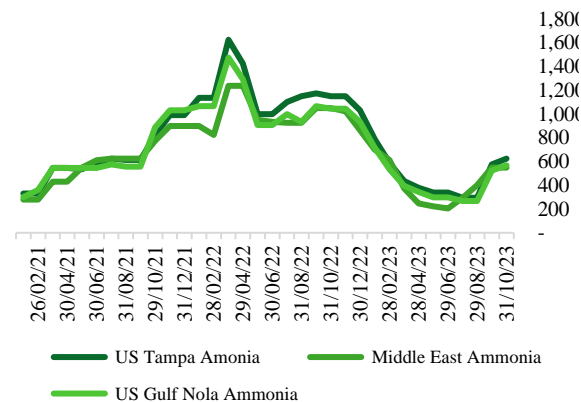
<b>Sản lượng NH3 (nghìn tấn)</b>	<b>17</b>	<b>46</b>	<b>70</b>	<b>Nhu cầu tiêu thụ NH3 không cao khi nhiều khách hàng lớn của DPM chuyển đổi công nghệ</b> (không dùng nhiều NH3 như trước), các khách hàng là nhà máy sắt thép, cao su, nhiệt điện cũng giảm sản lượng tiêu thụ do giá cao su và thép sụt giảm.
+/-%	-6%	-14%	66%	
<b>DT thuần (tỷ đồng)</b>	<b>3.216</b>	<b>10.187</b>	<b>17.372</b>	Giá bán mặt hàng phân bón urê giảm mạnh (-35% yoy) dù sản lượng có cải thiện so với cùng kỳ.
+/-%	-17%	-31%	59%	
<b>Biên LNG (%)</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>		Giá bán phân bón giảm nhanh (-35% yoy), trong khi giá khí nguyên liệu đầu vào tăng cao (+5% yoy) đã khiến biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhanh.
Điểm phần trăm	-26%	-29%		
<b>Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)</b>	<b>69</b>	<b>436</b>	<b>2.250</b>	
+/-%	-93%	-90%	19%	

**Biến động giá khí đầu vào DPM và giá dầu FO**



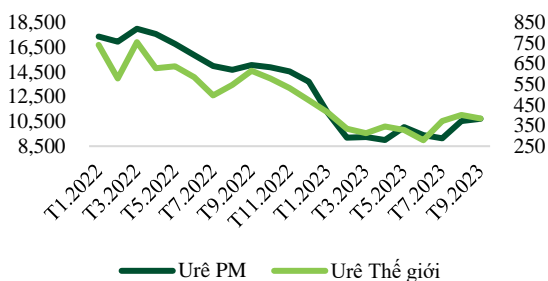
Nguồn: DPM, VCBS ước tính

**Biến động giá NH3 Thế giới**



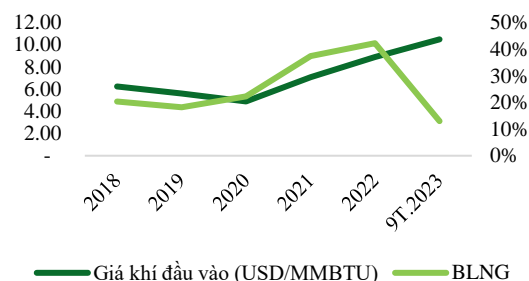
Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

**Biến động giá Urê Thế giới và Urê Phú Mỹ**



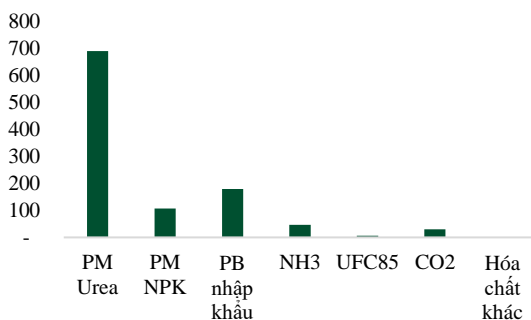
Nguồn: Agromonitor, Bloomberg, VCBS tổng hợp

**Biến động giá khí đầu vào và biên lợi nhuận gộp**



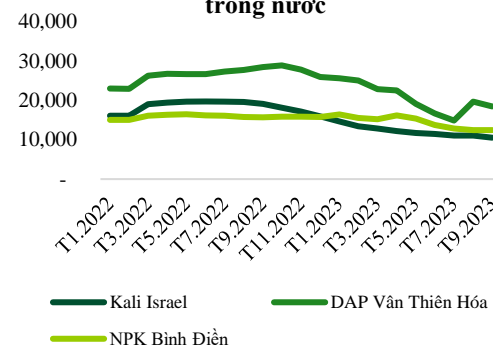
Nguồn: DPM, VCBS ước tính và tổng hợp

**Sản lượng bán hàng 9 tháng 2023**



Nguồn: DPM, VCBS tổng hợp

**Biến động giá bán Kali, DAP và NPK trong nước**

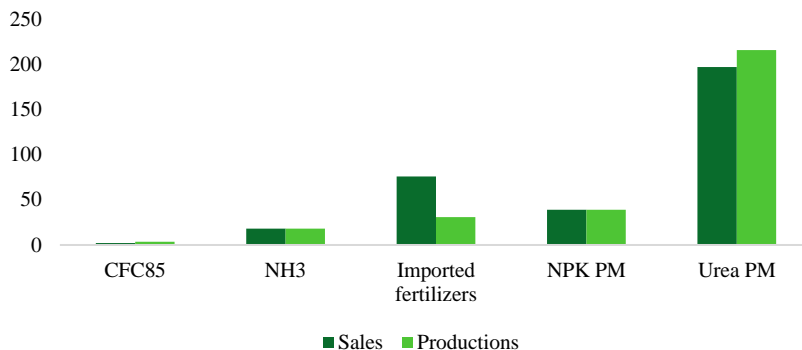


Nguồn: Agromonitor, VCBS tổng hợp

**🚩 Kế hoạch kinh doanh Q4.2023**

Theo doanh nghiệp, sản lượng tiêu thụ phân bón nội địa được dự báo cải thiện trong quý cuối năm 2023 do nhu cầu vụ Đông - Xuân tăng cao. Nhu cầu Urê và NPK trong nước Quý 4 dự báo tăng lần lượt 13% YoY (21% QoQ) và 9% YoY và dự kiến tăng nhanh vào cuối tháng 11 và nửa đầu tháng 12 khi ĐBSCL bước vào mùa cao điểm vụ Đông Xuân.

Kế hoạch sản xuất và bán hàng Q4.2023 (nghìn tấn)



Nguồn: DPM, VCBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

### Nguồn cung toàn cầu thắt chặt, nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2024 được dự báo tăng trưởng chậm lại so với năm 2023.

- Nguồn cung Ure toàn cầu thắt chặt**

**Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu ure:** Trung Quốc là quốc gia xuất khẩu phân bón lớn thứ 3 thế giới (chiếm khoảng 13% tổng giá trị xuất khẩu toàn cầu). Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu ure bằng cách thắt chặt kiểm tra pháp lý để đảm bảo nguồn cung trong nước. Bên cạnh đó Agromonitor cho biết ngoài Sino-Agri thì hai công ty nhà nước còn lại là Sino-Chem và Blue-Chem cũng có khả năng sẽ ngừng kts hợp đồng xuất khẩu mới trong Q4.

**Nga tiếp tục gia hạn hạn ngạch xuất khẩu** (quốc gia xuất khẩu phân bón hàng đầu thế giới, chiếm khoảng 14% sản lượng xuất khẩu toàn cầu), Nga tiếp tục chính sách áp hạn ngạch xuất khẩu phân đạm trong 6 tháng. Ngày 1/10, Nga bắt đầu áp dụng thuế xuất khẩu linh hoạt gắn với tỷ giá đồng Ruble với nhiều loại hàng hóa, mức thuế áp dụng với mặt hàng phân bón có thể lên tới 10% và duy trì đến cuối năm 2024 để bảo vệ thị trường nội địa.

**Sản xuất ure ở EU dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp,** do giá thành sản xuất Urê ở khu vực này vẫn ở mức 380-390 USD/tấn (với chi phí giá khí ở EU hiện đạt 14 USD/mmBTU), cao hơn nhiều so với chi phí nhập khẩu Urê từ Ai Cập. Do đó, công suất Urê ở khu vực châu Âu vẫn sẽ chưa được cải thiện mặc dù giá khí ở châu Âu đã hạ nhiệt. Nhà máy sản xuất ở Malaysia, Brunei và Indonesia đang trong quá trình bảo dưỡng. Tại khu vực Trung Đông, Chính phủ Ai Cập quyết định gia hạn vô thời hạn việc cắt giảm 30% nguồn cung khí đốt đối với tất cả các nhà sản xuất phân ure tại nước này, ảnh hưởng lớn đến nguồn cung toàn cầu.

- Nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2024 được dự báo tăng chậm so với năm 2023. Nhu cầu tiêu thụ nội địa kỳ vọng tăng vào Q4.2023 và Q1.2024 khi bước vào vụ Đông Xuân.**

**Thế giới:** Theo dự báo của Argus, nhu cầu tiêu thụ trong nửa cuối năm 2023 được dự báo tăng, tập trung ở Ấn Độ và Brazil. Theo dự báo của IFA tốc độ tăng trưởng của tiêu thụ phân bón trên thế giới sẽ chậm lại trong trung hạn, từ mức 4% trong năm tài chính 2023 xuống 1,3% trong năm tài chính 2027. Hơn nữa, không chỉ nhu cầu tiêu thụ N tăng trưởng chậm lại mà cả nhu cầu tiêu thụ P và K cũng sẽ tăng trưởng chậm lại.

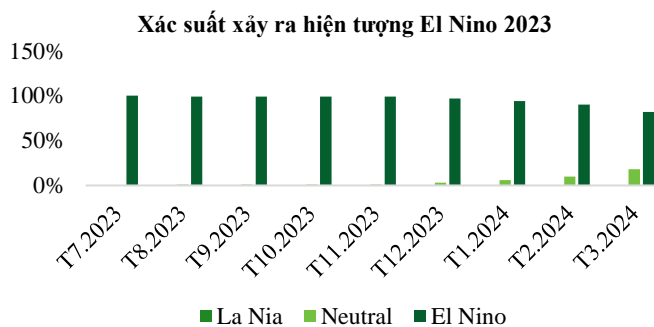
**Trong nước: Sản lượng Ure được dự báo cải thiện trong nửa cuối năm 2023** do nhu cầu vụ Thu Đông và Đông - Xuân trong nước tăng cao. Nhu cầu được dự báo tăng khi bước vào quý 4 để chuẩn bị cho vụ lúa Đông Xuân, đây là thời điểm tiêu thụ phân bón lớn nhất năm.

### Gía phân bón dự báo tăng theo nhu cầu khi vào cao điểm mùa vụ Đông – Xuân

Nhu cầu phân ure thường tăng cao khi bước vào cao điểm vụ mùa Đông Xuân (cuối tháng 10 đến tháng 1), kéo giá phân bón tăng theo. Theo dự báo của doanh nghiệp trong ngành, nhu cầu, nguồn cung và giá phân bón ure sẽ lần lượt tăng 21% qoq, 10% yoy và 5% qoq khi bước vào mùa vụ. Nhu cầu tiêu thụ, nguồn cung và giá bán cũng được dự báo tăng nhẹ, nhu cầu tiêu thụ tăng 9% yoy, giá bán tăng 20% qoq với nguồn cung có thể đạt 600.000 tấn.

### Gía khí đầu vào năm 2024 kỳ vọng giảm so với năm 2023, hỗ trợ biên lợi nhuận doanh nghiệp

6 tháng đầu năm năm 2023 các mỏ khí giá rẻ như Bạch Hổ Rồng Đồi Mồi được ưu tiên sản lượng khí cho sản xuất điện. Tỷ trọng nguồn khí giá rẻ là 50%, cả năm 2022 là 52%. Do thời tiết nắng nóng kéo dài nhu cầu tiêu thụ điện tăng, tình hình thủy văn không thuận lợi, lưu lượng nước về các hồ thủy điện thấp đã ảnh hưởng đến tình hình cung ứng điện. Tình trạng này đã được cải thiện dần kể từ Q3 khi bước vào mùa mưa (tỷ trọng nguồn khí giá rẻ là 61.5%). Mặc dù giá dầu trong năm 2024 được dự báo tăng 3% yoy, theo dự báo của IRI khả năng El-Nino sẽ tạo đỉnh trong tháng 11/2023, sau đó bắt đầu suy yếu dần và có khả năng đi vào pha trung tính từ 2H24. Tiền đề này kỳ vọng sẽ tạo môi trường thuận lợi hơn cho các nhà máy thủy điện so với 2023, giảm sản lượng huy động điện khí. Do đó chi phí đầu vào năm 2024 kỳ vọng sẽ thấp hơn so với cùng kỳ nhờ sử dụng nguồn khí giá rẻ từ Mỏ Bạch Hổ và Rồng Đồi mồi, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận.



Nguồn: IRI, VCBS tổng hợp

Giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu Brent được dự báo bởi EIA. EIA dự báo dầu Brent giao ngay trung bình năm 2023 và 2024 lần lượt là 84,09 USD/thùng (-18% yoy) và 86,48 USD/thùng (+3% yoy).

Dự báo giá dầu Brent	2023F	2024F
BOF	80 USD/thùng	90 USD/thùng
EIA	84,09 USD/thùng	86,48 USD/thùng
WorldBank	84 USD/thùng	
Fitch Solutions	98 USD/thùng	

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



Theo đó, chúng tôi giả định giá khí đầu vào trung bình của DPM năm 2023 sẽ tăng 14% yoy do tỷ lệ khí cao hơn từ các mỏ khí giá cao ở bể Cửu Long và Nam Côn Sơn dù giá dầu nhiên liệu giảm 16% yoy.

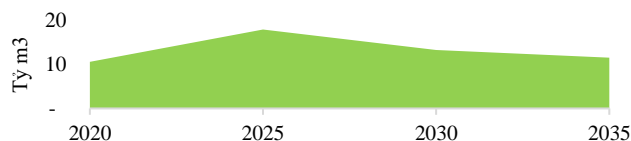
Dự phóng giá khí đầu vào	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Brent oil (USD/thùng)	84	86,48	80	80	80
MFO (USD/tấn)	452	466	431	431	431
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	5,20	5,36	4,95	4,95	4,95
Cước phí vận chuyển (USD/MMBTU)	4,03	3,68	3,44	3,49	3,54
Giá khí (bao gồm VAT)	10,15	9,94	9,23	9,29	9,34
+/- yoy	14%	-2%	-7%	1%	1%

## ĐỊNH GIÁ

### MẢNG URÊ

- Về sản lượng kinh doanh:** Theo dự báo của IFA, mức tiêu thụ phân bón trên thế giới dự kiến sẽ phục hồi 4% lên 192.5 triệu tấn, cao hơn mức năm tài chính 2019 là 191.8 triệu tấn sau giai đoạn giảm gần 3% trong năm tài chính 2021, đạt 194,7 triệu tấn và gần 5% vào năm tài chính 2022, đạt 185,1 triệu tấn. Nhu cầu tiêu thụ phân đạm dự báo phục hồi 3% lên 109 triệu tấn, phân lân và kali phục hồi 4% lên lần lượt 46 và 37 triệu tấn.
- Về giá bán:** Giá urê Thế giới được kỳ vọng tăng nhẹ trong quý 4 và năm 2024 do (1) nhu cầu phân bón thế giới được kỳ vọng cao hơn trong quý 4 (yếu tố mùa vụ) đặc biệt ở 2 thị trường nhập khẩu phân urê lớn nhất thế giới là Brazil và Ấn Độ. Sáng kiến Biển Đen giữa Nga và Ukraine chấm dứt có thể khiến giá nông sản tăng mạnh, dẫn đến giá phân urê phục hồi ở các quốc gia do sức mua tăng. (2) Nguồn cung phân bón thắt chặt. Giá urê trong nước biến động tương quan với giá urê Thế giới, do đó kỳ vọng giá urê sẽ phục hồi theo xu hướng giá phân bón thế giới và nhu cầu gia tăng trong quý 4 (mùa vụ), tuy nhiên khó tăng mạnh như trong năm 2021 và 2022, trừ khi có biến động địa chính trị bất ngờ xảy ra. Kỳ vọng giá trung bình urê trong năm 2023 và 2024 đạt lần lượt 430 USD/tấn và 450 USD/tấn.
- Biên lợi nhuận gộp dự báo thu hẹp:** Chúng tôi giảm dự phóng BLNG 5 đvpt so với dự báo trước đó (báo cáo ngày 12/09/2023) do nguồn khí đầu vào tuy vẫn được đảm bảo cung ứng đầy đủ nhưng tỷ trọng nguồn khí đồng hành có giá thấp (mỏ Bạch Hổ - Rồng Đồi Mồi, thuộc Bể Cửu Long) đạt công suất thấp hơn kế hoạch và đang suy giảm nhanh hơn dự báo, tỷ trọng khí cấp bù từ nguồn khác (Nam Côn Sơn và Cửu Long khác) tăng lên và có mức phí vận chuyển cao, khiến giá thành chi phí khí gia tăng. Chi phí đầu vào năm 2024 kỳ vọng sẽ thấp hơn so với cùng kỳ nhờ sử dụng nguồn khí giá rẻ từ mỏ Bạch Hổ và Rồng Đồi mồi, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận.

### Dự báo khả năng cung cấp khí trong nước



Nguồn: Năng lượng Việt Nam, VCBS tổng hợp



Chỉ tiêu	2022	2023F	2024F	Nhận định
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	791.000	890.000	890.000	Chúng tôi tăng ước tính sản lượng tiêu thụ năm 2023 và 2024 lên 11% so với dự báo trong báo cáo ngày 12/09/2023.
Giá phân urê (đồng/kg)	15.411	9.800	10.000	Chúng tôi dự phóng giá phân urê trong nước sẽ đạt trung bình 9.800 đồng/kg, (-31% yoy và tăng 4% so với dự báo trước đó), với giá định giá urê thế giới sẽ hạ nhiệt và về mức 430 USD/tấn trong năm 2023. Trong giai đoạn 2024F–2027F, giá phân urê ước tính sẽ dao động quanh mức 9.500 – 10.000 đồng/kg. Giá bán bình quân năm 2024 tăng chủ yếu do xu hướng tăng của giá đầu vào và nguồn cung phân bón được dự báo thắt chặt hơn trong bối cảnh nhu cầu tăng nhẹ.
Biên lợi nhuận gộp	42,3%	16,5%	17,3%	Mặc dù nhìn chung giá khí đầu vào trong năm 2023 dự kiến giảm so với cùng kỳ nhưng với tốc độ chậm hơn so với giá urê khiến biên lợi nhuận gộp năm 2023 thu hẹp. Giá khí đầu vào năm 2024 kỳ vọng giảm so với năm 2023 nhờ sử dụng nguồn khí giá rẻ từ Mô Bạch Hồ và Rồng Đồi mới, qua đó hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận.

## 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 và 2024 sẽ đạt lần lượt là 150 nghìn tấn (+16% yoy) và 165 nghìn tấn (+105 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 11.500 đồng/kg và 11.800 đồng/kg (-22% yoy và +2% yoy).

## Tổng hợp định giá

FCFE	2023	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận sau thuế	1.037	1.123	1.392	1.336	1.278
Chi phí phi tiền mặt	538	497	434	436	439
Đầu tư TSCĐ	-32	-30	-30	-30	-30
Đầu tư Vốn lưu động	222	123	228	0	-52
Vay nợ ròng	166	-215	-230	-91	3
<b>Dòng tiền</b>	<b>1.931</b>	<b>1.498</b>	<b>1.794</b>	<b>1.651</b>	<b>1.638</b>

FCFF	2023	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận sau thuế	1.037	1.123	1.392	1.336	1.278
Chi phí phi tiền mặt	538	497	434	436	439
Lãi vay sau thuế	56	40	24	8	0
Đầu tư TSCĐ	-32	-30	-30	-30	-30
Đầu tư Vốn lưu động	222	123	228	0	-52
<b>Dòng tiền</b>	<b>1.821</b>	<b>1.753</b>	<b>2.048</b>	<b>1.749</b>	<b>1.634</b>

### Tỷ trọng từng phương pháp định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
FCFE	41.375	50%
FCFF	40.330	50%
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>40.853 đồng/cp</b>	

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho năm 2023 của DPM là **40.853 đồng/cổ phiếu** (upside 24% so với giá đóng cửa ngày 18/11/2023).

## RỦI RO ĐẦU TƯ

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

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

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

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

<b>BẢNG CÂN ĐỐI TOÁN (Tỷ đồng)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	776	675	1.721	2.583	3.442
Các khoản đầu tư ngắn hạn	7.080	7.080	7.080	7.080	7.080
Các khoản phải thu	405	398	385	386	386
Hàng tồn kho	3.829	3.697	3.414	3.460	3.496
Tài sản ngắn hạn khác	527	514	490	492	492
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>12.616</b>	<b>12.363</b>	<b>13.090</b>	<b>14.001</b>	<b>14.897</b>
Phải thu dài hạn	1	1	1	1	1
Tài sản cố định	2.978	2.522	2.128	1.732	1.333
Các khoản đầu tư dài hạn	42	42	42	42	42
Tài sản dài hạn khác	403	403	403	403	403
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3.614</b>	<b>3.147</b>	<b>2.743</b>	<b>2.337</b>	<b>1.928</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>16.230</b>	<b>15.510</b>	<b>15.833</b>	<b>16.338</b>	<b>16.825</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>3.265</b>	<b>3.244</b>	<b>3.170</b>	<b>3.217</b>	<b>3.200</b>
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>679</b>	<b>476</b>	<b>269</b>	<b>172</b>	<b>175</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>3.944</b>	<b>3.720</b>	<b>3.439</b>	<b>3.390</b>	<b>3.375</b>
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>12.067</b>	<b>11.534</b>	<b>12.110</b>	<b>12.635</b>	<b>13.106</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>16.230</b>	<b>15.510</b>	<b>15.833</b>	<b>16.338</b>	<b>16.825</b>
<b>BÁO CÁO KQKD (Tỷ đồng)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14.898</b>	<b>14.526</b>	<b>13.823</b>	<b>13.875</b>	<b>13.892</b>
GVHB	12.430	12.013	11.105	11.256	11.369
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.468</b>	<b>2.514</b>	<b>2.718</b>	<b>2.618</b>	<b>2.523</b>
Chi phí SG&A	1.527	1.489	1.417	1.422	1.424
<b>THU NHẬP HOẠT ĐỘNG</b>	<b>1.335</b>	<b>1.446</b>	<b>1.770</b>	<b>1.705</b>	<b>1.632</b>
Doanh thu tài chính	471	479	506	526	541
Chi phí tài chính	78	58	37	17	8
<b>LNTT</b>	<b>1.335</b>	<b>1.446</b>	<b>1.770</b>	<b>1.705</b>	<b>1.632</b>
<b>LNST</b>	<b>1.070</b>	<b>1.160</b>	<b>1.419</b>	<b>1.367</b>	<b>1.308</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	33	37	27	31	31
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>1.037</b>	<b>1.123</b>	<b>1.392</b>	<b>1.336</b>	<b>1.278</b>
<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HDKD	1.498	1.709	2.010	1.688	1.590
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(32)	(30)	(30)	(30)	(30)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(2.574)	(1.781)	(934)	(795)	(701)
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>(1.107)</b>	<b>(102)</b>	<b>1.046</b>	<b>863</b>	<b>859</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.884	776	675	1.721	2.583
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	776	675	1.721	2.583	3.442

## 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>