

13/11/2023

KHUYẾN NGHỊ

NĂM GIỮ

Giá hợp lý	35,000 VND
Giá hiện tại	32,100 VND
Tiềm năng tăng/giảm	9.0%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	391.3
Free float (triệu)	176
Vốn hóa (tỷ VND)	12,562
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	3.9 triệu
Sở hữu nước ngoài (%)	10.3%
Ngày niêm yết đầu tiên	05/11/2007

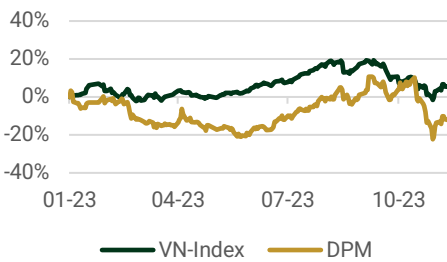
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

PetroVietnam	59.6%
Agrimex Nghệ An	4.1%
Egdbaston Asian Equity Trust	3.9%
CTBC Vietnam Equity Fund	2.7%
Khác	29.8%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	4017.4
BVPS (VND)	28,975
Nợ/VCSH (%)	0%
ROA (%)	10.1%
ROE (%)	12.8%
P/E	7.8
P/B	1.2
Tỷ suất cổ tức (%)	22.3%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Được thành lập vào năm 2003, Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) sản xuất phân urê cho thị trường trong nước và Châu Á. Công ty sở hữu một nhà máy urê công suất 800 tấn/năm và một nhà máy NPK sản xuất 250 tấn/năm. DPM còn cung cấp các loại phụ gia hóa chất như NH₃ và UFC85/Formalin,...

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thiện Nhân
nhannnguyen@phs.vn

Khủng hoảng phân bón đã qua

- Trong 9T2023, Doanh thu thuần và LNST giảm đáng kể lần lượt là 31% YoY và 90% YoY do giá bán Urê giảm mạnh hơn nhiều so với giá đầu vào (gas).
- Kết quả có thể tốt hơn cho cả năm kết thúc năm 2023 nhờ nguồn cung thiếu hụt và gia tăng cạnh tranh ngũ cốc (vụ Đông - Xuân).
- Cấu trúc tài chính rất ít nợ và dòng tiền mạnh cho phép tỷ lệ chi trả cổ tức cao trong tương lai.
- Khuyến nghị của chúng tôi là **NĂM GIỮ** với tiềm năng tăng giá 9%

Dự phóng: Chúng tôi ước tính doanh thu của công ty sẽ giảm mạnh xuống còn 12.3 nghìn tỷ đồng (-33.9% YoY) vào năm 2023 khi sự hỗn loạn trong chuỗi cung ứng phân bón do chiến tranh Ukraine qua đi. Nghiêm trọng hơn, LNST có thể giảm xuống còn 0.9 nghìn tỷ đồng (-84% YoY). Hiệu quả hoạt động sẽ giảm sút do giá Urê có thể giảm mạnh hơn giá đầu vào (khí khô), vốn vẫn ở mức cao do được tính dựa trên giá dầu mazut (FO). Theo đó, chúng tôi dự đoán Biên lợi nhuận gộp sẽ giảm đáng kể từ 42% ở năm 2022 xuống còn 17% vào năm 2023F và 2024F, mức trước chiến tranh Ukraine.

Điểm nhấn đầu tư: (1) Nhu cầu phân bón tăng cao đến từ việc gia tăng cạnh tranh ngũ cốc do giá mặt hàng này trên toàn cầu tăng vì tác động của El Nino **(2) Giá phân urê toàn cầu đang leo thang** do giá khí đốt tăng cao, bị ảnh hưởng bởi căng thẳng địa chính trị và sự chuẩn bị cho mùa đông ở Châu Âu. Việc thắt chặt nguồn cung do lệnh cấm xuất khẩu urê của Trung Quốc càng làm trầm trọng thêm vấn đề này.

Những yếu tố này, dù mang tính mùa vụ nhưng có thể hỗ trợ tích cực cho kết quả hoạt động của công ty trong cuối năm 2023 và đầu năm 2024.

(3) Cơ cấu tài chính rất ít nợ vay và dòng tiền mạnh giúp công ty duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao trong những năm tới (20% vào năm 2023 và khoảng 6% vào năm 2024F). Công ty cũng tập trung đầu tư vào các dự án sản xuất hóa chất mới để đa dạng hóa danh mục sản phẩm cũng như tạo ra các động lực tăng trưởng mới.

Định giá & khuyến nghị: Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 35,000 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** với mức tăng giá tiềm năng là 9%. Định giá của chúng tôi giả định rằng tốc độ tăng trưởng của dòng tiền sau năm 2027 là 0% (g=0%) do thị trường phân bón nội địa bị phân mảnh và tiến gần đến trạng thái bão hòa mà không có động lực tăng trưởng mới.

Rủi ro: (1) Biến động bất lợi của giá nhiên liệu đầu vào; (2) Rủi ro suy thoái kinh tế ngày càng rõ nét

Chỉ số tài chính	2020	2021	2022	2023F	2024F
Tiêu thụ Urea (nghìn tấn)	827	749	791	694	750
Tiêu thụ NPK (nghìn tấn)	94	151	129	150	153
Doanh thu thuần (tỷ VND)	7,762	12,786	18,627	12,310	11,753
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	1,730	4,786	7,838	2,069	2,014
LNST (tỷ VND)	702	3,172	5,585	900	815
Biên LN ròng (%)	9.0%	24.8%	30.0%	7.3%	6.9%
Giá trị sổ sách (VND/cp)	21,018	27,317	35,759	30,435	30,494
Cổ tức (VND)	1,200	1,400	5,000	7,000	1,700

NỘI DUNG

Tổng quan về công ty	3
Triển vọng thị trường	4
<i>Phân bón Urê</i>	5
<i>Phân bón NPK</i>	7
Chuỗi giá trị ngành	7
Vị thế cạnh tranh ở Việt Nam	8
Điểm nhấn tài chính	9
Điểm nhấn đầu tư	11
<i>Giá phân urê tăng trở lại dù cuộc khủng hoảng nguồn cung lịch sử đã qua</i>	11
<i>Cơ cấu vốn không có nợ và dòng tiền mạnh mẽ sẽ cho phép chi trả cổ tức và đầu tư vào R&D ở mức cao</i>	12
Định giá	13
Rủi ro	14
<i>Biến động bất lợi của giá nhiên liệu</i>	14
<i>Rủi ro suy thoái kinh tế ngày càng rõ nét</i>	14
Báo cáo tài chính	15

Tổng quan về công ty

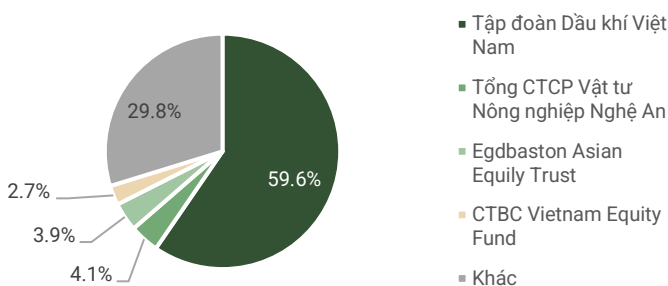
Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM), là công ty con của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam), được thành lập năm 2003. Công ty vận hành một tổ hợp nhà máy hiện đại, sản xuất các sản phẩm Urê Phú Mỹ chất lượng cao. Năng lực sản xuất của công ty bao gồm một nhà máy sản xuất urê có công suất 800 tấn/năm và một nhà máy NPK có công suất 250 tấn/năm. Ngoài phân bón, danh mục sản phẩm của DPM còn mở rộng sang nhiều loại phụ gia hóa học khác nhau (UFC85/Formalin,...). Mạng lưới phân phối rộng khắp của DPM cho phép công ty cung cấp hơn 1.2 triệu tấn phân bón và hóa chất hàng năm cho thị trường trong nước và quốc tế, chiếm hơn 12% thị phần cả nước.

Năm 2022, DPM đạt những cột mốc quan trọng, đạt sản lượng sản xuất cao nhất (gần 920,000 tấn), sản lượng xuất khẩu cao nhất (gần 200,000 tấn urê), doanh thu cao nhất (gần 20,000 tỷ đồng) và lợi nhuận cao nhất (trên 6,600 tỷ đồng). Doanh thu từ các sản phẩm cốt lõi là Phân bón và Hóa chất lần lượt chiếm 89% và 10% tổng doanh thu. Công ty có 4 công ty con và 3 công ty liên kết hoạt động trong nhiều ngành nghề kinh doanh, bao gồm sản xuất phân bón, bao bì, năng lượng xanh,...

Hình: Cơ cấu công ty



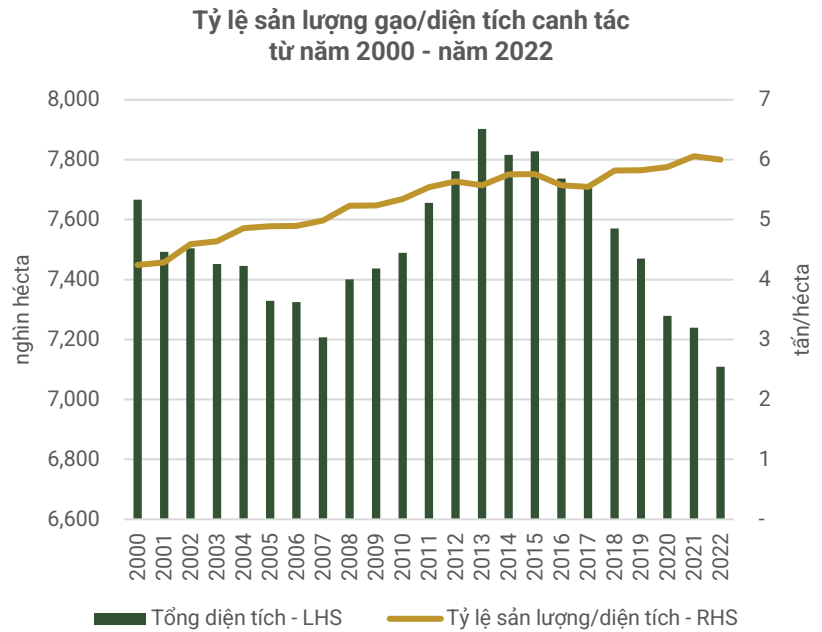
Cơ cấu cổ đông



(Nguồn: DPM, Fiinpro, PHS tổng hợp)

Cổ đông lớn nhất hiện nay là Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam), một tập đoàn nhà nước có ảnh hưởng sâu rộng trên toàn bộ chuỗi giá trị dầu khí trong nước. Petrovietnam chiếm 59.6% vốn cổ phần, tiếp theo là Tổng CTCP Vật tư Nông Nghiệp Nghệ An và Egdbaston Asian Equity Trust với tỷ trọng lần lượt là 4.1% và 3.9%.

Triển vọng thị trường



(Nguồn: GSO, PHS tổng hợp)

Hiện nay, Việt Nam đã tự chủ được nguồn cung cấp phân đạm (amoniac, urê,...) với đầu vào là khí tự nhiên từ các mỏ ngoài khơi. Đặc biệt, phân urê có công suất sản xuất hàng năm từ 2.2 – 2.5 triệu tấn, đủ đáp ứng nhu cầu trong nước cũng như xuất khẩu. Sản xuất các loại phân bón khác như DAP, NPK, lân chỉ đáp ứng được một phần nhu cầu về chất lượng hoặc số lượng. Riêng phân kali, Việt Nam hoàn toàn không sản xuất được nên phải dựa hoàn toàn vào nguồn nhập khẩu để phục vụ nhu cầu trên 960,000 tấn.

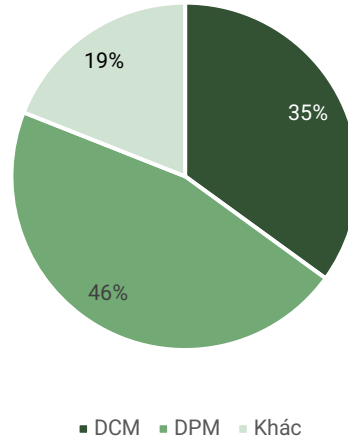
Loại phân	Công suất hàng năm	Nhu cầu hàng năm	Cán cân Cung – Cầu
Urê	4 nhà máy: 2.2 - 2.5 triệu tấn	1.6 - 1.8 triệu tấn	Đáp ứng đủ nhu cầu trong nước, vẫn dư để xuất khẩu
DAP	3 nhà máy: 810 nghìn tấn	900 nghìn tấn	Sự thiếu hụt được bù đắp bởi nhập khẩu
Kali	Không sản xuất được	960 nghìn tấn	100% nhập khẩu
NPK	Khoảng 5 triệu tấn	4 triệu tấn	Nguồn cung dư thừa nhưng cần nhập sản phẩm chất lượng cao
Lân	1.5 - 2 triệu tấn	1.8 triệu tấn	Đáp ứng linh hoạt nhu cầu trong nước
Khác	1.8 - 2.5 triệu tấn		

(Nguồn: FAV, DCM, PHS tổng hợp)

Thị trường phân bón Việt Nam có mức độ tập trung thấp với 5 công ty hàng đầu chiếm khoảng 28% tổng thị phần. Các công ty lớn tham gia thị trường này bao gồm Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC), Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM), CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM), Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem), CTCP DAP – Vinachem (DDV),... Đặc biệt, DPM với hai sản phẩm phân bón chính là Urê và NPK đã chiếm thị phần rất đáng kể trên thị trường trong năm 2022, lần lượt chiếm 46% và 19%.

Phân bón Urê

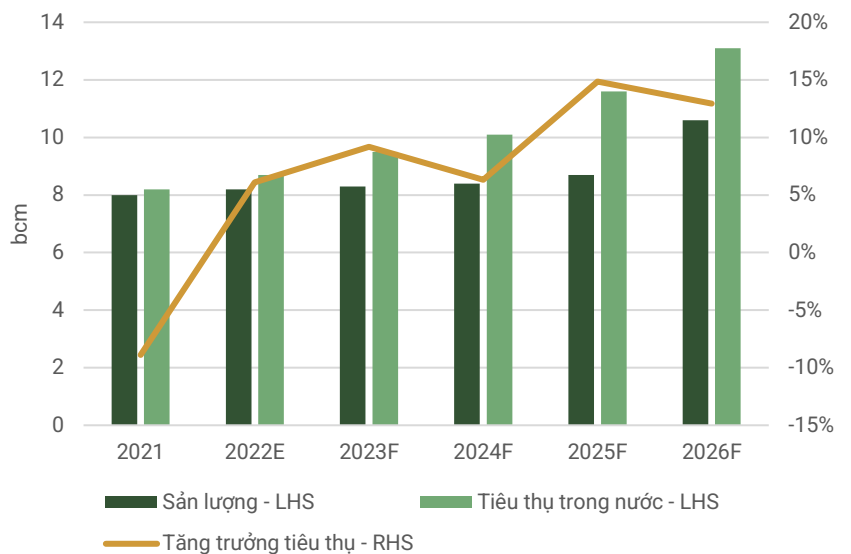
Thị phần phân bón Urê trong nước năm 2022



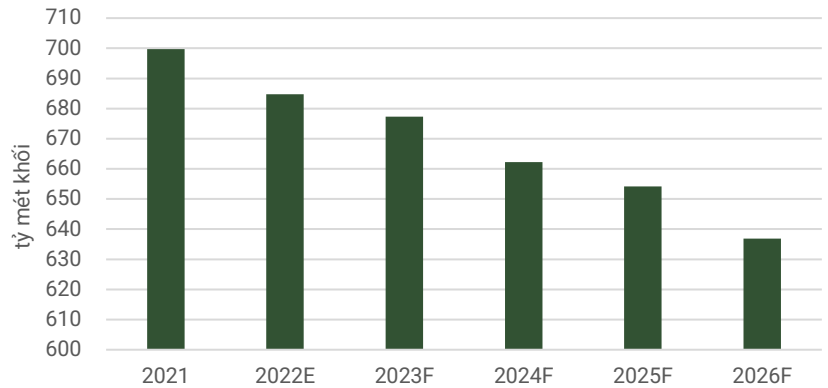
(Nguồn: DCM, DPM, PHS tổng hợp)

Sản xuất urê chiếm ưu thế trong ngành phân bón ở Đông Nam Á, đặc biệt là ở Việt Nam, do có nguồn tài nguyên khí tự nhiên lớn. Đến nay, Việt Nam đã có 4 nhà máy sản xuất chính với tổng công suất trên 2.2 triệu tấn/năm. Đó là Phú Mỹ, Cà Mau, Ninh Bình và Hà Bắc với công suất thiết kế lần lượt là 800, 800, 560 và 180 nghìn tấn/năm. Tuy nhiên, sản xuất urê trong nước có thể sớm phải đối mặt với khó khăn do trữ lượng khí cạn kiệt nhanh tại các mỏ ngoài khơi hiện nay. Và khi khí khô chiếm khoảng 70% chi phí sản xuất urê, chi phí biến đổi có thể tăng cao do đất nước sẽ phải phụ thuộc vào LNG nhập khẩu và các dự án mới ngoài khơi (ví dụ Lô B – Ô Môn,...), vốn đắt đỏ hơn, để cung cấp đầy đủ khí tự nhiên cho cả ngành điện và phân bón.

Sản lượng và tiêu thụ khí khô trong nước 2019 - 2026F

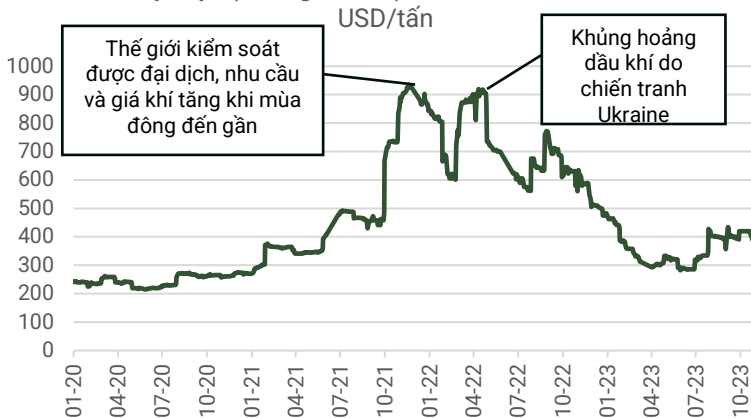
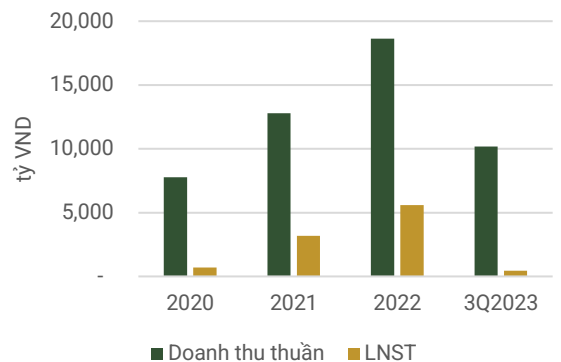


(Nguồn: Fitch Solutions, PHS tổng hợp)

Trữ lượng khí tự nhiên đã được chứng minh của Việt Nam


(Nguồn: Fitch Solutions, PHS tổng hợp)

Với tình trạng dư cung hiện nay ở thị trường trong nước và độ nhạy trái chiều của nhu cầu phân bón trước biến động giá cả, việc tăng chi phí đầu vào sẽ tạo ra gánh nặng chi phí cho các nhà sản xuất trong nước. Trong tương lai, biên lợi nhuận của các công ty sản xuất urê có thể bị bào mòn, khiến họ ngày càng phụ thuộc vào xuất khẩu. Từ năm 2015, ngành sản xuất phân urê đã trở nên phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu, nơi đang chứng kiến sự cạnh tranh gay gắt với các nước sản xuất lớn như Trung Quốc và Nga. Cho đến nay, kết quả kinh doanh của các công ty trong nước vẫn phụ thuộc phần lớn vào xuất khẩu và biến động đáng kể theo điều kiện cung cầu toàn cầu. Đáng chú ý, các nhà sản xuất như DCM và DPM đã đạt doanh thu và lợi nhuận cao kỷ lục trong năm 2022, khi xung đột ở Ukraine xảy ra và tác động không nhỏ đến cán cân cung cầu, khiến giá phân bón toàn cầu tăng cao nhất mọi thời đại.

Urê hạt đục (Urea granular) FOB Middle East Future

Kết quả kinh doanh của DPM tương quan cao với giá Urê thế giới


(Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, PHS tổng hợp)

Khi chiến tranh Ukraina xảy ra vào tháng 2 năm 2022, giá phân bón đã ở mức cao. Đại dịch virus Corona (Covid-19), cùng với sự gián đoạn chuỗi cung ứng và tắc nghẽn vận chuyển, đã thử thách việc sản xuất và cung cấp phân bón của thế giới. Vào tháng 8 năm 2021, hầu hết giá phân bón đều cao hơn 25% so với tháng 3 năm 2021. Chiến tranh Ukraina vào đầu năm 2022 đã dẫn đến sự gián đoạn vận tải nghiêm trọng hơn ở khu vực Biển Đen cùng với các hạn chế thương mại bởi các lệnh trừng phạt lên Nga. Điều này đã thắt chặt hơn nữa nguồn cung cấp phân bón vốn đã thiếu hụt, đẩy giá tăng hơn 50% từ tháng 2 đến tháng 4 năm 2022.

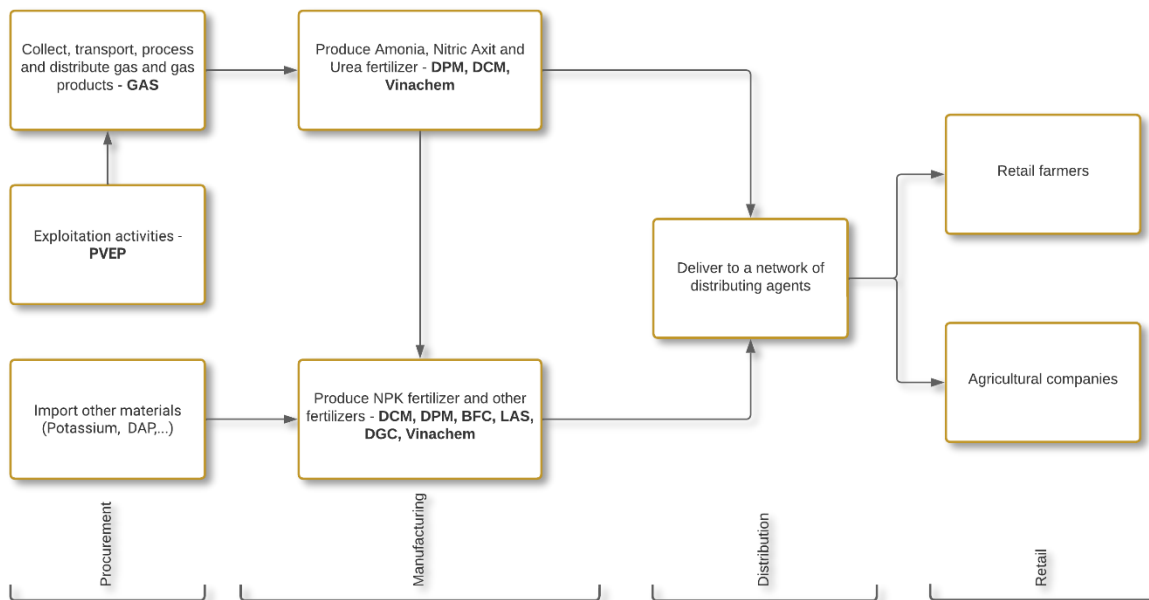
Kể từ nửa cuối năm 2022, giá urê liên tục giảm do Nga và Trung Quốc giải phóng lượng tồn kho dồi dào khi mùa cao điểm trồng trọt đã qua. Bước sang năm 2023, giá thậm chí còn giảm sâu hơn do tình trạng thiếu khí đốt (đầu vào chính) đã hạ nhiệt, tạo điều kiện cho các nhà cung cấp lớn đẩy mạnh sản xuất. Chúng tôi kỳ vọng giá urê có thể lấy lại đà tăng ngắn hạn vào cuối năm 2023 nhờ bước vào mùa vụ mới, nhưng nhìn chung, giá sẽ trở lại mức bình thường (trước chiến tranh) trong tương lai nếu không xuất hiện bất cứ áp lực bất ngờ nào lên phía cầu hoặc phía cung.

Phân bón NPK

Ngược lại với mảng urê tập trung vào 4 nhà sản xuất chính (Đạm Phú Mỹ, Đạm Cà Mau, Đạm Hà Bắc và Đạm Ninh Bình), thị trường phân bón NPK rất phân mảnh với số lượng lớn các nhà sản xuất. Theo thống kê, chỉ có khoảng 15 nhà sản xuất có nhà máy công suất lớn (trên 100,000 tấn/năm) với công nghệ hiện đại. Trong khi đó, có hàng trăm doanh nghiệp vừa và nhỏ (không tính quy mô hộ gia đình dưới vai trò đại lý) với công nghệ lạc hậu.

Vì vậy, mặc dù thị trường NPK hiện đang trong tình trạng dư cung nhưng nhu cầu về sản phẩm chất lượng cao vẫn rất lớn do phần lớn nguồn cung hiện nay là chất lượng thấp, đến từ các hộ sản xuất nhỏ lẻ, tự phát. Do đó, vẫn còn dư địa đáng kể để các nhà cung cấp lớn và được đầu tư tốt khai thác. Dẫn đầu mảng phân bón NPK là Bình Điền (BFC) và Supe Lâm Thao (LAS) với công suất lần lượt là 600 nghìn tấn/năm và 750 nghìn tấn/năm, bên cạnh đó, kể từ năm 2015, DPM cũng đã trở thành một trong những nhà sản xuất NPK lớn khi khánh thành nhà máy NPK công suất 350 nghìn tấn/năm với công nghệ hiện đại.

Chuỗi giá trị ngành

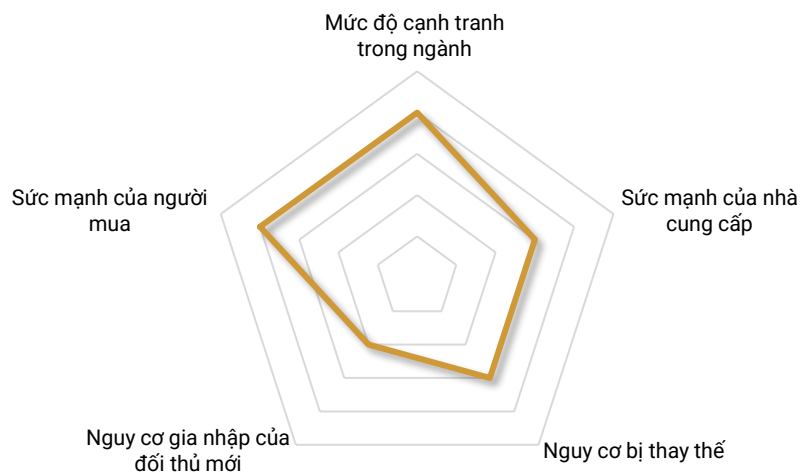


(Source: PHS compilation)

DPM hoàn thành tốt vai trò nổi bật là một trong những nhà sản xuất phân bón và tiêu thụ khí khô lớn nhất trong chuỗi giá trị dầu khí Việt Nam. Công ty tiếp nhận khí khô do PVEP khai thác ở thượng nguồn và được GAS vận chuyển để sản xuất chủ yếu là phân đạm, điển hình là Urê hạt đục. Sau đó, thành phẩm sẽ được chuyển đến mạng lưới nhà phân phối khổng lồ ở hạ nguồn để bán lẻ cho người tiêu dùng cuối, nông dân và công ty nông nghiệp, đồng thời lượng cung dư thừa sẽ được xuất khẩu sang các nước châu Á.

Ngoài phân Urea, DPM còn bước vào sản xuất NPK chất lượng cao từ năm 2015, đồng thời đẩy mạnh sản xuất hóa chất để đưa ra thị trường nhiều loại phụ gia thiết yếu. Để đa dạng hóa danh mục sản phẩm, DPM còn đóng vai trò là nhà nhập khẩu và phân phối các loại phân bón khác đang thiếu hụt hoặc trong nước chưa sản xuất được như phân DAP, phân Kali.

Vị thế cạnh tranh ở Việt Nam



(Nguồn: PHS tổng hợp)

Mức độ cạnh tranh trong ngành – CAO: DPM hoạt động trong mảng phân bón có tính cạnh tranh cao. Công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh không chỉ từ nhiều doanh nghiệp trong nước (DCM, Vinachem,...) mà còn từ các doanh nghiệp khác trong khu vực đến từ Nga, Indonesia và đặc biệt là Ấn Độ, quốc gia chiếm hơn 40% sản lượng urê toàn cầu. Tuy nhiên, DPM có sự hiện diện thương hiệu mạnh và cung cấp đa dạng sản phẩm, điều này có thể mang lại lợi thế cạnh tranh cho công ty.

Sức mạnh của nhà cung cấp – TRUNG BÌNH: DPM phải phụ thuộc hoàn toàn vào PVN về nguồn cung khí khô trong nước để sản xuất phân Urê, sản phẩm chính của công ty. Về lâu dài, khi nguồn cung trong nước thiếu hụt, DPM có thể phải dựa vào nguồn LNG nhập khẩu và sẽ phải chịu sự biến động về giá do các nhà cung cấp quốc tế niêm yết. Ngoài ra, DPM vẫn phụ thuộc vào nhiều nhà cung cấp khoáng sản khác ở nước ngoài để sản xuất các loại phân bón khác (như NPK), cũng chịu ảnh hưởng từ sự thay đổi của giá cả thế giới.

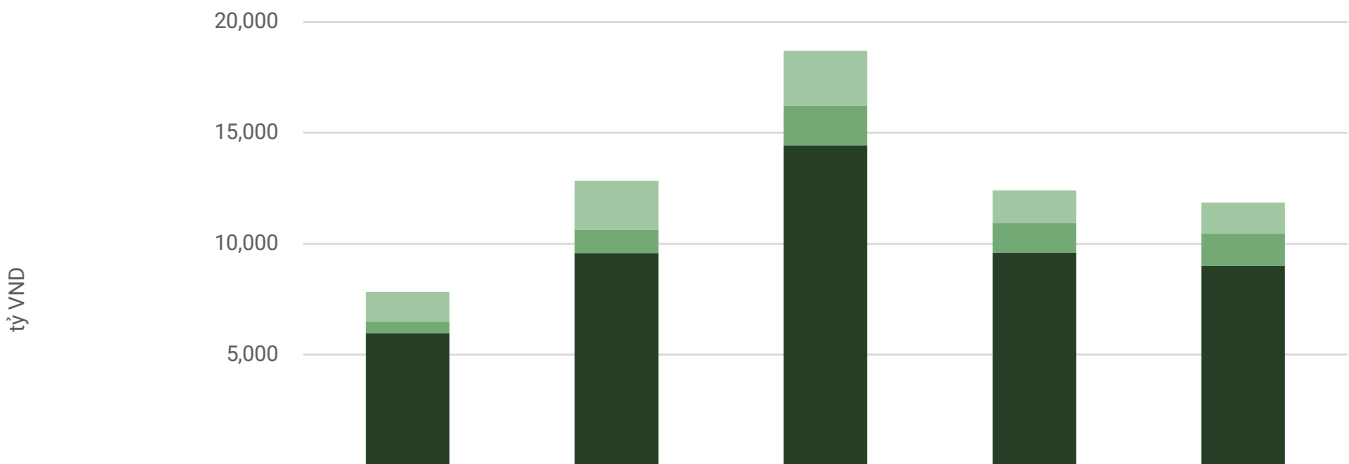
Sức mạnh của người mua – CAO: Khách hàng của DPM chủ yếu là nông dân và doanh nghiệp nông nghiệp. Sức mạnh của khách hàng DPM có thể khá cao do tình trạng dư cung hiện tại của cả thị trường phân Urê và NPK. Tuy nhiên, công ty có lợi thế hơn các nhà cung cấp khác nhờ thương hiệu uy tín, chất lượng đáng tin cậy và mạng lưới phân phối rộng khắp vùng đồng bằng sông Cửu Long, vùng nông nghiệp trọng điểm của Việt Nam.

Nguy cơ gia nhập ngành của đối thủ mới – THẤP: Ngành phân bón đòi hỏi vốn đầu tư rất lớn cho cơ sở hạ tầng sản xuất, đây có thể là rào cản gia nhập ngành rất đáng kể. Ngoài ra, DPM có thương hiệu mạnh và mạng lưới phân phối lâu đời, điều này có thể gây khó khăn cho những công ty mới tham gia tranh giành thị phần.

Nguy cơ bị thay thế – TRUNG BÌNH: Phân bón hữu cơ và kỹ thuật canh tác tiên tiến có thể là mối đe dọa đối với phân bón hóa học truyền thống. Tuy nhiên, tính hiệu quả và giá cả phải chăng của các loại phân bón hóa học do DPM sản xuất thường giúp các sản phẩm này trở thành lựa chọn ưu tiên của nông dân cũng như các công ty nông nghiệp.

Điểm nhấn tài chính

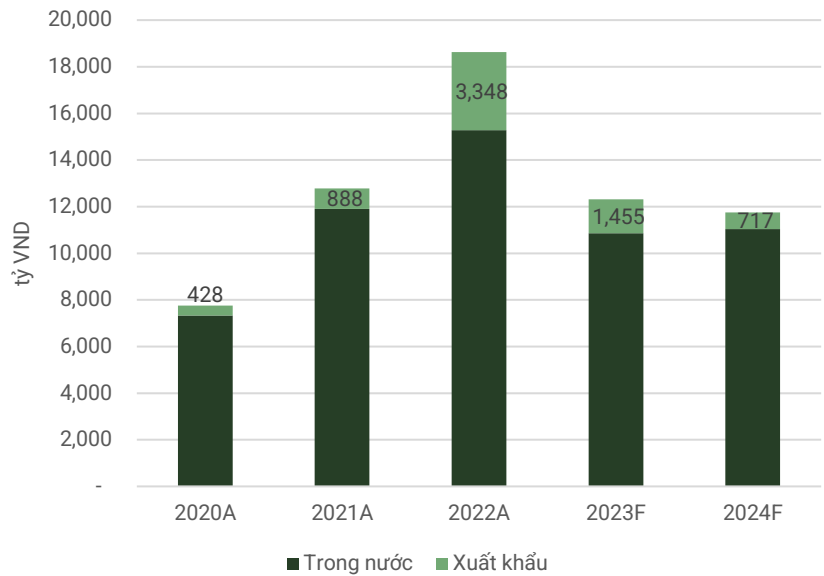
Cấu trúc doanh thu của DPM



	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
■ Khác (Bao gồm chiết khấu)	-74	-48	-76	-105	-104
■ Hàng hóa nhập khẩu	1,329	2,190	2,489	1,481	1,387
■ Hóa chất	537	1,068	1,766	1,328	1,474
■ Phân bón	5,970	9,576	14,448	9,606	8,996

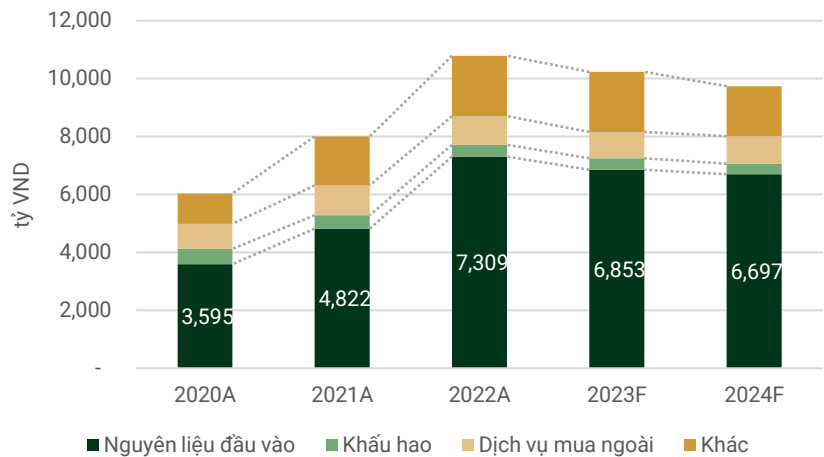
(Nguồn: PHS tổng hợp và dự báo)

Doanh thu từ các sản phẩm chính là phân Urê và phân NPK chiếm phần lớn cơ cấu doanh thu của DPM (khoảng 89%) vào năm 2022. Đóng góp của các mảng này đã tăng lên đáng kể kể từ năm 2021 (từ 78% lên 89%) sau sự xuất hiện của sản phẩm NPK và chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ tiếp tục diễn ra trong những năm tới. Trong khi đó, việc sản xuất hóa chất có thể sẽ chiếm tỷ trọng ngày càng cao từ năm 2023 trở đi trong nỗ lực đa dạng hóa danh mục sản phẩm của công ty.

Cơ cấu doanh thu theo thị trường


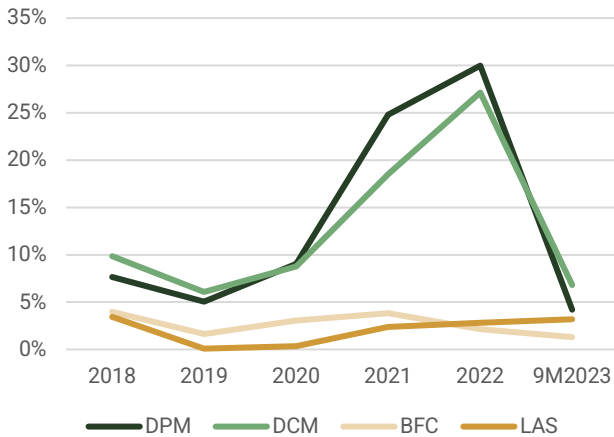
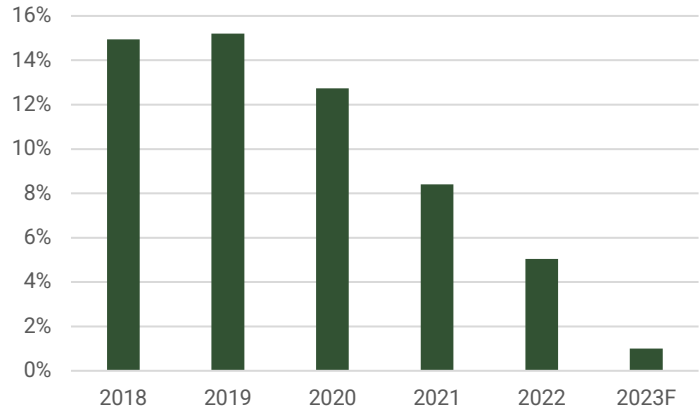
(Nguồn: PHS tổng hợp và dự báo)

Vào năm 2022, được hưởng lợi từ tình trạng bất ổn phân bón đang diễn ra trên phạm vi toàn thế giới, doanh thu đã đạt mức cao nhất mọi thời đại với sự đóng góp đáng kể từ doanh số bán ra nước ngoài (chiếm 18% tổng doanh thu). Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng bán ra nước ngoài sẽ giảm dần từ năm 2023 trở đi do tình trạng thiếu phân bón ngày càng giảm.

**Cơ cấu giá vốn hàng bán
2020 - 2024F**


(Nguồn: PHS tổng hợp và dự báo)

DPM và DCM thường xuyên vượt trội so với các công ty phân bón khác trong ngành về hiệu quả hoạt động. Theo đó, các công ty này đã duy trì được biên lợi nhuận ròng cao hơn đáng kể so với các công ty khác từ năm 2018 đến năm 2020 trước khi tận dụng cơ hội từ cuộc khủng hoảng nguồn cung do chiến tranh Ukraine để đạt những con số vượt trội trong năm 2022. Đối với DPM, chúng tôi kỳ vọng Biên lợi nhuận ròng sẽ giảm nhanh trong năm 2023 xuống chỉ còn 9% và năm 2024 còn 8%.

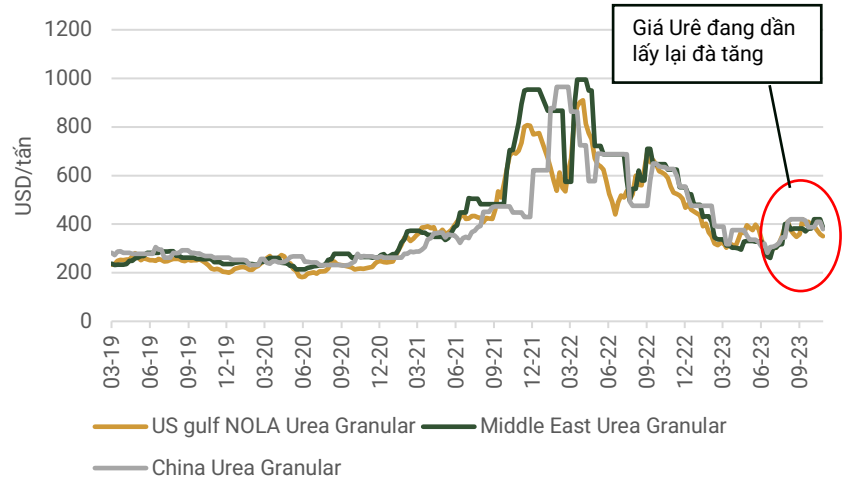
Biên lợi nhuận ròng của các công ty lớn

Tỷ lệ Tổng nợ/VCSH của DPM 2018 - 2023F


(Nguồn: PHS tổng hợp)

Cấu trúc vốn rất ít nợ vay cùng với tỷ lệ thanh toán hiện thời cực cao (hơn 4.5 vào năm 2022) tạo ra nhiều dư địa cho các khoản vay bổ sung cho đầu tư vốn mới cũng như giúp công ty có khả năng duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao.

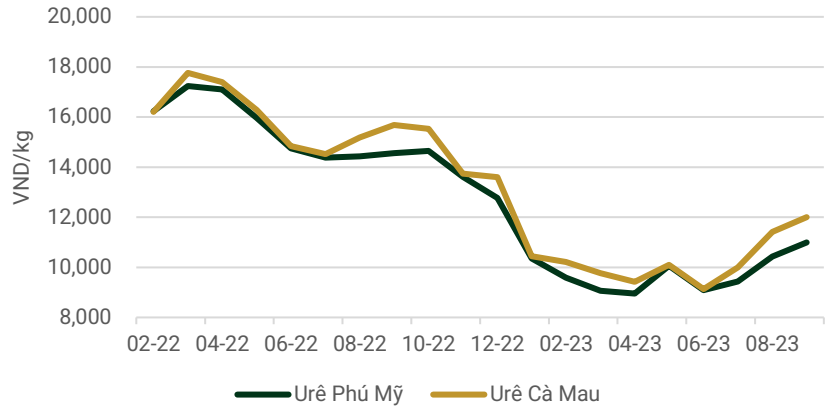
Điểm nhấn đầu tư

Giá phân urê tăng trở lại dù cuộc khủng hoảng nguồn cung lịch sử đã qua

Giá giao ngay của Urê hạt đục (Urea Granular) tại một số thị trường trọng yếu


(Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp)

Giá phân urê (hạt đục) đã tăng vọt do giá khí đốt tăng cao vì khí khô là nguyên liệu đầu vào chính. Xu hướng giá khí tăng cao được thúc đẩy bởi phần bù rủi ro địa chính trị lớn (do căng thẳng Israel - Hamas) và sự gấp rút của châu Âu để chuẩn bị sưởi ấm cho mùa đông sắp tới. Trong khi đó, nguồn cung urê thậm chí còn bị thắt chặt hơn do Trung Quốc đã hạn chế xuất khẩu urê kể từ tháng 9 năm 2023 nhằm ổn định thị trường nội địa sau khi giá urê ngay lập tức phản ứng với sự tăng giá của khí đốt. Ít nhất một nhà sản xuất lớn, CNAMPGC Holding Co., đã chính thức công bố kế hoạch giảm xuất khẩu phân bón. Tính trung bình, giá Urê dạng hạt của Trung Quốc đã tăng khoảng 16% trong quý 3 năm 2023 so với quý 2 năm 2023.

**Giá Urê thị trường nội địa
02/2022 - 09/2023**


(Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp)

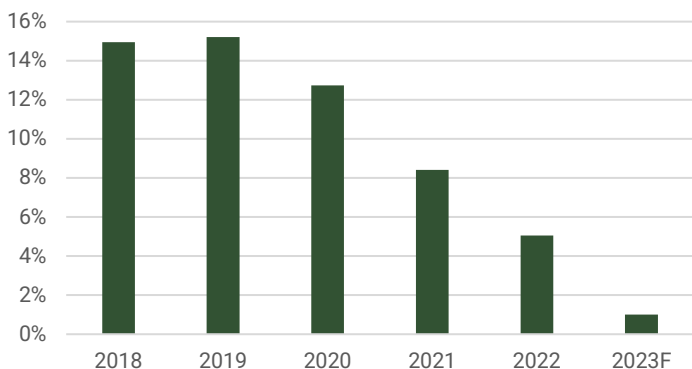
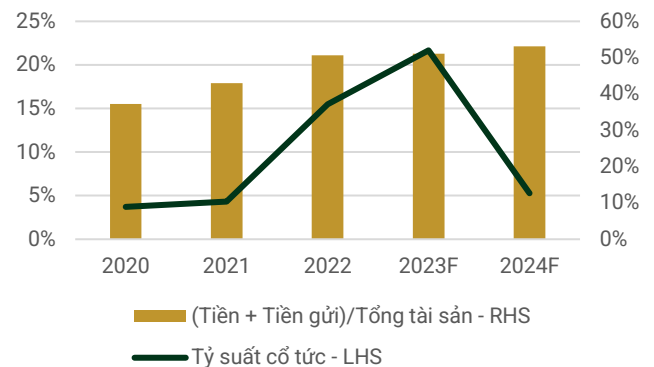
Giá urê trong nước tiếp tục có mối tương quan rất cao với giá urê thế giới khi quý 3/2023, giá urê Phú Mỹ và urê Cà Mau đều có mức tăng ấn tượng, lần lượt tăng 16.6% và 9.8% so với quý trước. Mối tương quan chặt chẽ này được dự đoán sẽ có lợi cho DPM, đặc biệt trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu đang có nhiều thách thức.

Về phía cầu, sau khi giá ngũ cốc trên toàn thế giới tăng do El Nino xuất hiện, dự kiến diện tích trồng ngũ cốc sẽ cao hơn trong vụ Đông Xuân sắp tới và dẫn đến nhu cầu phân bón cao hơn, đặc biệt là Urê.

Các yếu tố, mặc này, dù mang tính thời vụ và không quá căng thẳng, nhưng có khả năng giúp cho giá bán cao hơn và theo đó hỗ trợ hiệu quả hoạt động của công ty trong cuối năm 2023.

Cơ cấu vốn không có nợ và dòng tiền mạnh mẽ sẽ cho phép chi trả cổ tức và đầu tư vào R&D ở mức cao

Cơ cấu tài chính rất ít nợ cùng với dòng tiền mạnh sẽ giúp công ty duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao trong nhiều năm. Hiện tại, vào năm 2023, tỷ suất cổ tức đã đạt trên 20% và chúng tôi kỳ vọng mức chi trả cổ tức cao này sẽ tiếp tục trong những năm tới (khoảng 6% vào năm 2024F). Công ty cũng tập trung đầu tư vào cơ sở vật chất sản xuất hóa chất nhằm đa dạng hóa danh mục sản phẩm và tìm kiếm động lực tăng trưởng mới trong bối cảnh thị trường urê trong nước đang trong tình trạng bão hòa.

**Tỷ lệ Tổng nợ/VCSH của DPM
2018 - 2023F**

**Số dư dồi dào (tiền + tiền gửi) và tỷ suất cổ
tức cao trong giai đoạn 2020 - 2024F**


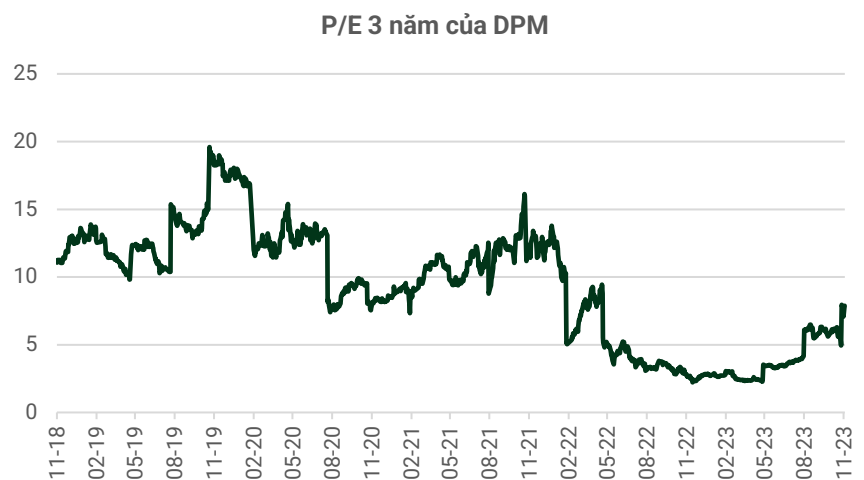
(Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, PHS tổng hợp và dự báo)

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E với tỷ số 11.0 lần theo tỷ trọng 70:30 để ước tính giá hợp lý là 35,000 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** với mức tăng giá tiềm năng là 9%. Định giá của chúng tôi giả định rằng tốc độ tăng trưởng của dòng tiền sau năm 2027 là 0% (g=0%) do thị trường phân bón nội địa bị phân mảnh và tiến gần đến trạng thái bão hòa mà không có động lực tăng trưởng mới.

Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	NA	37,417	70%
P/E	11.x	29,283	30%
Giá trị hợp lý			34,977

Bảng tính P/E cho DPM



(Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp)

Định giá bằng P/E	
P/E trung bình 3 năm của DPM (điều chỉnh cho giai đoạn khủng hoảng do chiến tranh Ukraine và thời kỳ đại dịch)	11.0
P/E mục tiêu của DPM	11.0
Forward EPS (VND)	2,662
Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	29,283

Định giá bằng DCF

Bảng: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ 4Q2023 đến năm 2027

Năm tài chính	4Q2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận ròng	440	787	828	945	859
Cộng: Khấu hao TSCĐ	94	369	344	321	299
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	71	79	49	203	10
Trừ: Mua sắm TSCĐ	138	(67)	(71)	(78)	(97)
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	(32)	9	9	9	9
FCFF	710	1,177	1,159	1,400	1,081

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta	1.2
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	3.0%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	10.0%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần	15.00%
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	8.1%
Thuế suất	16%
Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)	6.8%
E/V	0.95
D/V	0.05
WACC	14.6%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền (g)	0%
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value)	4,153
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	4,038
Cộng: Tiền & tương đương tiền	1,187
Cộng: Đầu tư tài chính ngắn hạn	6,100
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(647)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(188)
Tổng giá trị cổ phần	14,643
Số cổ phiếu đang lưu hành	391,334,260
Giá trị hợp lý	37,417

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Rủi ro

Biến động bất lợi của giá nhiên liệu

Nguyên vật liệu đầu vào chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí hoạt động nên bất kỳ biến động đáng kể nào về giá sẽ tác động lớn đến giá vốn hàng bán và biên lợi nhuận gộp. Mặc dù giá hàng hóa đã dần ổn định từ đầu năm 2023 nhưng vẫn còn nhiều rủi ro cản trở xu hướng giảm giá hàng hóa nói chung, đặc biệt là giá dầu khí, do những bất ổn địa chính trị đang hình thành trên khắp thế giới.

Rủi ro suy thoái kinh tế ngày càng rõ nét

Việc tiêu thụ thực phẩm và phân bón có thể chịu áp lực khi các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới đã mạnh tay nâng lãi suất để đối phó với tình trạng lạm phát cao kỷ lục trong nhiều thập kỷ, từ đó đẩy các nền kinh tế vào nguy cơ suy thoái, gây ra những lo ngại về tiêu dùng thực phẩm và tiếp đó làm suy yếu nhu cầu về các sản phẩm phân bón.

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần	7,684	7,762	12,786	18,627	12,310	11,753
Giá vốn hàng bán	(6,281)	(6,032)	(8,001)	(10,789)	(10,240)	(9,739)
Lợi nhuận gộp	1,402	1,730	4,786	7,838	2,069	2,014
Chi phí bán hàng	(555)	(655)	(818)	(978)	(834)	(801)
Chi phí QLDN	(415)	(409)	(425)	(556)	(547)	(504)
Lợi nhuận từ HĐKD	432	666	3,543	6,304	688	709
Lợi nhuận tài chính	140	180	176	365	385	249
Chi phí lãi vay	(107)	(88)	(69)	(65)	(2)	(2)
Lợi nhuận trước thuế	467	848	3,799	6,606	1,082	976
Lợi nhuận sau thuế	389	702	3,172	5,585	900	815
LNST của cổ đông Công ty mẹ	378	691	3,117	5,565	876	787
Cân đối kế toán	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Tài Sản Ngắn Hạn	5,944	6,314	9,520	13,579	11,243	11,611
Tiền và tương đương tiền	2,977	2,029	2,524	2,084	1,797	1,987
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,035	2,185	3,455	6,880	5,696	5,883
Phải thu ngắn hạn	239	223	263	235	341	284
Hàng tồn kho	1,351	1,468	2,776	3,871	2,980	3,020
Tài sản ngắn hạn khác	342	409	502	509	428	437
Tài Sản Dài Hạn	5,496	4,986	4,398	4,120	3,615	3,317
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	4,791	4,283	3,717	3,255	2,911	2,604
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	146	153	174	219	166	172
Đầu tư tài chính dài hạn	45	44	45	42	44	44
Tài sản dài hạn khác	515	505	463	604	494	498
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	11,440	11,300	13,918	17,699	14,857	14,928
Nợ phải trả	3,279	3,052	3,205	3,681	2,924	2,971
Nợ ngắn hạn	2,061	2,026	2,152	2,996	2,646	2,692
Nợ dài hạn	1,218	1,026	1,053	686	278	279
Vốn chủ sở hữu	8,161	8,247	10,713	14,017	11,933	11,957
Vốn góp	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914	3,914
Lợi ích cổ đông thiểu số	165	163	198	186	208	232
Tổng nguồn vốn	11,440	11,300	13,918	17,699	14,857	14,928

Lưu chuyển tiền tệ	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,759	787	2,516	4,961	1,859	1,235
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(54)	(1,066)	(1,319)	(3,227)	1,184	(253)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(445)	(669)	(702)	(2,177)	(3,330)	(791)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,260	(948)	495	(442)	(287)	191
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1,717	2,977	2,029	2,524	2,084	1,797
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	2,977	2,029	2,524	2,084	1,797	1,987
Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Tăng trưởng						
Doanh thu	-17.36%	1.02%	64.73%	45.68%	-33.91%	-4.52%
Lợi nhuận sau thuế	-45.42%	80.43%	352.03%	76.10%	-83.88%	-9.50%
Tổng tài sản	2.75%	-1.23%	23.17%	27.17%	-16.05%	0.47%
Tổng vốn chủ sở hữu	-1.13%	1.05%	29.90%	30.84%	-14.87%	0.19%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	18.25%	22.29%	37.43%	42.08%	16.81%	17.14%
Tỷ suất EBIT	5.62%	8.58%	27.71%	33.84%	5.59%	6.04%
Tỷ suất EBITDA	12.94%	15.66%	31.91%	36.61%	8.79%	9.17%
Tỷ suất lãi ròng	5.06%	9.04%	24.80%	29.98%	7.31%	6.93%
ROA	3.40%	6.21%	22.79%	31.56%	6.06%	5.46%
ROE	4.76%	8.51%	29.60%	39.84%	7.54%	6.81%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	11	10	8	5	10	9
Số ngày tồn kho	78	89	127	131	106	113
Số ngày phải trả	28	27	35	29	28	30
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.88	3.12	4.42	4.53	4.25	4.31
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.08	2.22	2.96	3.10	2.99	3.06
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.29	0.27	0.23	0.21	0.20	0.20
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.15	0.13	0.08	0.05	0.01	0.01
Vay ngắn hạn/VCSH	0.02	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00
Vay dài hạn/VCSH	0.13	0.10	0.07	0.04	0.01	0.01

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Thiện Nhân, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận
3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân
Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,
Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận
Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801