

**TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ (HSX: DPM)**
**Thạch Minh Khai**

Chuyên viên phân tích

Email: [khaitm@fpts.com.vn](mailto:khaitm@fpts.com.vn)

Tel: (028) - 6290 8686 - Ext : 7583

<b>Giá thị trường (10/01/2018)</b>	<b>22.300</b>	<b>Khuyến nghị</b>  <b>MUA</b>
<b>Giá trị nội tại/cổ phiếu</b>	<b>28.000</b>	
<b>Tăng/(giảm)</b>	<b>26%</b>	

**Biến động giá cổ phiếu DPM và VNIndex**
*(từ 9/5/2015 – 10/1/2018)*


Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) là thành viên của Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam. Ngay từ khi thành lập năm 2004, DPM đã vươn lên trở thành doanh nghiệp đầu ngành Phân bón Việt Nam với năng lực sản xuất năm 2016 là 820.000 tấn, dự kiến năm 2018 tăng lên 1 triệu tấn và năng lực cung cấp hơn 1,2 triệu tấn phân bón các loại mỗi năm. Sản phẩm của DPM có chất lượng cao, khác biệt với các doanh nghiệp trong ngành và rào cản gia nhập ngành sản xuất phân urea rất cao là những lợi thế cạnh tranh bền vững cho DPM.

Hiện nay DPM đang sở hữu 1 nhà máy sản xuất urea công suất 800.000 tấn/năm, 1 nhà máy sản xuất phân NPK chất lượng cao công suất 250.000 tấn/năm, 1 nhà máy hóa chất UFC85<sup>1</sup> 15.000 tấn/năm và 1 xường pha trộn hóa chất dầu khí 4.000 tấn/năm.

Với việc nguồn cung phân urea nội địa chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ trong nước và một số doanh nghiệp cạnh tranh đang hoạt động khó khăn, DPM vẫn sẽ đóng vai trò trụ cột trong ngành sản xuất urea Việt Nam trong thời gian tới. Ngoài ra xu hướng chuyển dịch sang sử dụng phân bón NPK hàm lượng chất dinh dưỡng cao, thân thiện với môi trường như sản phẩm NPK Phú Mỹ sẽ tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn cho DPM.

Với cấu trúc vốn lành mạnh, tỷ lệ nợ vay thấp trong khi tiền mặt trên mỗi cổ phần và tỷ lệ chi trả cổ tức cao, chúng tôi đánh giá đầu tư vào DPM là khoản đầu tư thận trọng và bền vững.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DPM dựa trên những luận điểm phân tích đầu tư sau:

- **Động lực tăng trưởng**
- **Khả năng sinh lời**
- **Rủi ro đầu tư**
- **Đánh giá ban lãnh đạo**
- **Định giá**

**Thông tin giao dịch (10/01/2018)**

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	22.300
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	23.770
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	19.200
Số lượng CP niêm yết (cp)	391.400.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	391.334.260
KLGD BQ 10 phiên (CP/ngày)	904.221
% sở hữu nước ngoài	20,74%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	3.914
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	8.570

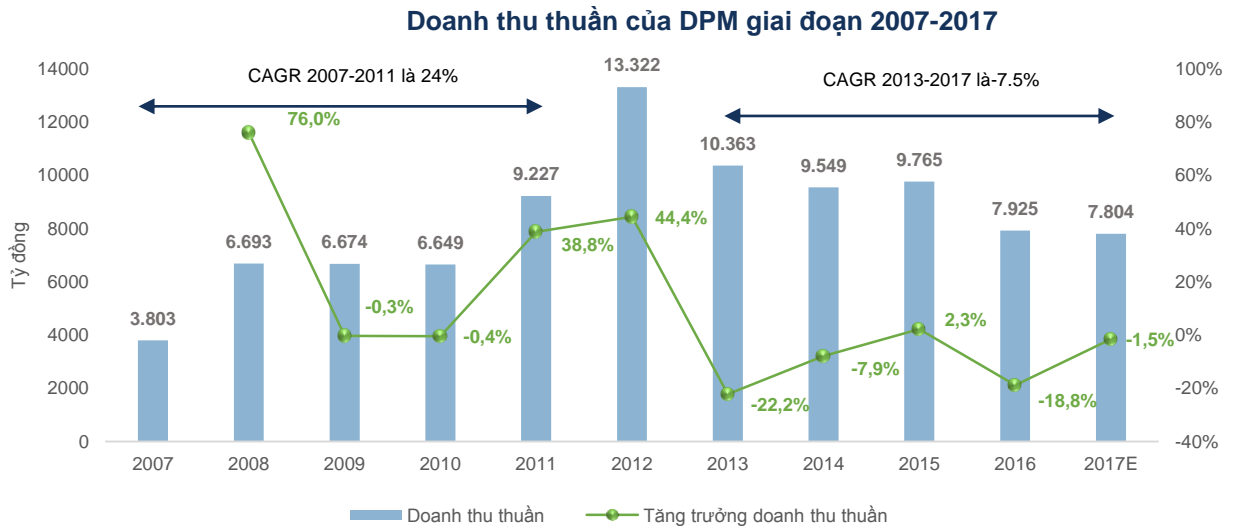
**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	Tổng Công ty Cổ phần Phân bón và Hóa chất Dầu khí
Địa chỉ	43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1, TP. HCM
Doanh thu chính	Phân bón và hóa chất
Chi phí chính	Chi phí nguyên liệu khí
Lợi thế cạnh tranh	Sản phẩm chất lượng cao, đặc thù và hệ thống phân phối mạnh
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu khí và giá phân urea đầu ra.

<b>Danh sách cổ đông (19/12/2017)</b>	<b>Tỷ lệ %</b>
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	59,59%
Edgbaston	4,24%
KWE BETEILIGUNGEN	1,78%
CIG	1,78%
Citi Group	1,31%
Cổ đông khác	31,3%

<sup>1</sup> Đây là một loại chất phụ gia dùng trong các nhà máy phân đạm

## ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG



Nguồn: BCTC, FPTs Research

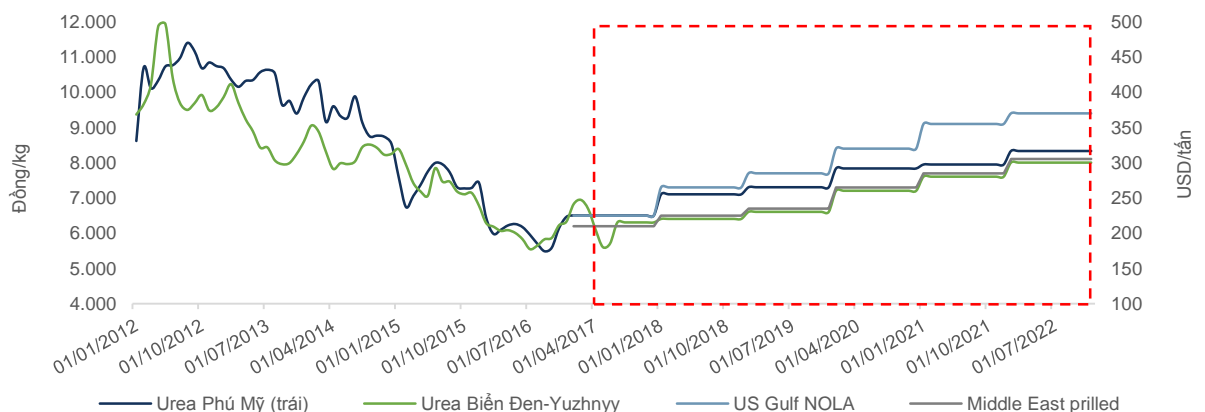
**Tăng trưởng doanh thu gắn liền với mở rộng nhà máy:** Doanh thu của DPM bị ảnh hưởng rất nhiều từ những đợt mở rộng công suất nhà máy và năng lực phân phối sản phẩm. Trước năm 2011 doanh thu thuần chỉ đạt 6.693 tỷ, sau đó tăng vọt lên 9.227 tỷ khi nhà máy urea Phú Mỹ mở rộng công suất lên 800.000 tấn/năm vào năm 2011, kéo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2007-2011 đạt đến 24%/năm. Năm 2012, DPM nhận bao tiêu sản phẩm của nhà máy Đạm Cà Mau, doanh thu trong năm này tăng trưởng mạnh 44,4% lên 13.322 tỷ. Tuy nhiên mức tăng này không bền vững khi năm 2013 DCM đã tự phân phối sản phẩm của mình do đó doanh thu DPM đã giảm trong năm này.

**Giá urea giảm mạnh khiến doanh thu giảm theo:** Từ năm 2013 đến nay, DPM chủ yếu kinh doanh sản phẩm phân urea của công ty tự sản xuất và một số loại phân bón nhập khẩu khác. Tuy nhiên do không đầu tư mở rộng nhà máy cũng như không đẩy mạnh việc phân phối do hoạt động này có biên lợi nhuận gộp thấp trong khi giá phân bón liên tục giảm đã làm cho doanh thu DPM suy giảm trong 5 năm trở lại đây, khiến CAGR giai đoạn 2013-2017 tăng trưởng âm 7,5%/năm.

Nhìn chung giai đoạn 2007-2017 doanh thu thuần của DPM vẫn có sự tăng trưởng với CAGR là 7,4%/năm, tương ứng với mức tăng từ 3.803 tỷ lên 7.804 tỷ. Năm 2017, với tình hình thời tiết đang thuận lợi cho sản xuất nông nghiệp cùng với giá phân bón dần hồi phục ở những tháng cuối năm nhưng vì nhà máy bảo trì ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh nên chúng tôi ước tính doanh thu thuần cả năm đạt 7.804 tỷ, -1,5% yoy.

## **Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ nhà máy mới và giá phân bón hồi phục**

### **Diễn biến và dự báo giá phân urea**



Nguồn: Index Mundi, Fertercon T6/2017, FPTs Research

Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng doanh thu của DPM đến từ 3 yếu tố chính là: (1) giá phân urea phục hồi, (2) sản lượng tiêu thụ tăng thêm từ nhà máy NPK và (3) đóng góp từ mảng hóa chất.

**(1) Giá phân urea hồi phục:** Từ năm 2012-2016 giá phân urea thế giới và Việt Nam liên tục giảm, đây là nguyên nhân chính làm cho doanh thu của DPM suy giảm. Tuy nhiên theo Fertecon, giá phân urea thế giới đã chạm đáy trong năm 2016 và dần phục hồi trong dài hạn do nhu cầu tiêu thụ tăng nhanh hơn sản lượng và chi phí sản xuất ở các nước có sản lượng lớn tăng lên.

Trên thế giới urea được sản xuất từ than hoặc từ khí, nhưng vì chính sách giá khí giữa các khu vực, quốc gia khác nhau và sản lượng phân urea được sản xuất từ khí bị phân tán ở nhiều quốc gia nên giá khí không tác động nhiều đến mặt bằng chung của giá urea thế giới. (Ví dụ: Giá khí ở Mỹ tăng chưa chắc giá khí ở Trung Đông tăng, do đó chi phí sản xuất urea ở Mỹ bị ảnh hưởng nhưng ở Trung Đông không bị tác động. Hơn nữa theo số liệu từ Fertecon, không có quốc gia nào trên thế giới ngoài Trung Quốc có sản lượng urea từ khí chiếm đến 20% sản lượng toàn cầu, do đó mức độ tác động lan tỏa của nguyên liệu khí đến giá urea thế giới không cao). Ở chiều ngược lại, do sản lượng urea sản xuất từ than tập trung chủ yếu ở Trung Quốc và giá than giữa các khu vực trên thế giới có mối tương quan với nhau khá cao, do đó giá than tăng sẽ ảnh hưởng đến chi phí sản xuất và giá cả phân urea của Trung Quốc và những nước sản xuất urea từ than khác, từ đó ảnh hưởng đến giá urea thế giới.

Từ năm 2017 và duy trì đến năm 2022, Fertecon dự báo giá than Trung Quốc (cụ thể là than anthracite) sẽ duy trì mức giá cao và tăng trung bình 5%/năm do 2 yếu tố chính là (1) nguồn cung than đá của Trung Quốc sẽ suy giảm do nỗ lực của nước này trong việc hạn chế ô nhiễm môi trường và đóng cửa các mỏ than kém chất lượng và (2) nhu cầu than anthracite ở Trung Quốc sẽ tăng lên vì đây là loại than sạch, ít gây ô nhiễm môi trường hơn nên các nhà máy nhiệt điện, phân bón ở Trung Quốc sẽ dần chuyển sang sử dụng loại than này. Đây là một trong những yếu tố chính thúc đẩy giá phân urea Trung Quốc tăng lên vì phần lớn urea ở Trung Quốc được sản xuất từ than anthracite.

Ngoài ra để cắt giảm khí thải ô nhiễm môi trường, Trung Quốc đã khuyến khích người dân chuyển sang sử dụng khí thiên nhiên, điều này sẽ tạo áp lực lên nguồn nguyên liệu khí đối với các nhà máy sản xuất urea từ khí và ảnh hưởng đến sản lượng urea Trung Quốc-quốc gia xuất khẩu urea nhiều nhất vào nước ta.

Nguồn cung urea thế giới tăng với tốc độ chậm hơn nhu cầu do công suất xây dựng thêm suy giảm và nhiều nhà máy cũ, kém hiệu quả ở Trung Quốc phải đóng cửa. Theo Fertecon, từ nay đến năm 2022, tốc độ tăng trưởng công suất các nhà máy urea toàn cầu chỉ đạt 1,3%/năm và công suất hoạt động ở mức 80%, trong khi nhu cầu tiêu thụ tăng đến 2,05%/năm trong giai đoạn này.

Do nước ta vẫn phải nhập khẩu phân urea nên giá urea thế giới tăng sẽ kéo giá urea trong nước tăng theo. Ngoài ra, do hai nhà máy Đạm Cà Mau và Đạm Phú Mỹ sử dụng nguyên liệu khí trong khi Đạm Hà Bắc và Đạm Ninh Bình sử dụng nguyên liệu than để sản xuất urea, nên việc giá than duy trì ở mức cao hoặc tăng lên sẽ tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh urea của hai nhà máy Hà Bắc và Ninh Bình, từ đó ảnh hưởng đến nguồn cung nội địa và tiếp tục tác động tích cực đến DPM.

Dựa trên dự báo giá urea thế giới của Fertecon, chúng tôi cộng thêm các chi phí vận chuyển và chi phí khác để dự báo giá urea Phú Mỹ. Theo đó chúng tôi ước tính giá urea Phú Mỹ năm 2017 sẽ đạt 6.263 đồng/kg, +2,2% yoy, doanh thu mảng urea sẽ đạt 5.073 tỷ, +0,5% yoy. Dự phóng cho năm 2018, giá bán sẽ đạt 6.990 đồng/kg, +11% yoy, doanh thu urea đạt 5.739 tỷ, +13% yoy.

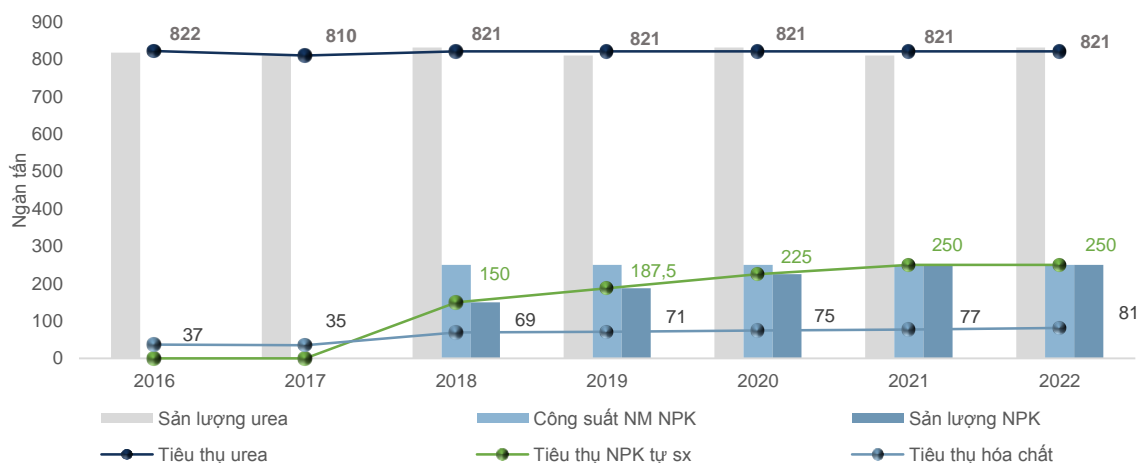
## **(2) Lượng tiêu thụ phân bón tăng**

Trong giai đoạn 2005-2010, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) về tiêu thụ phân NPK ở nước ta là 6,9%/năm, đến giai đoạn 2010-2015 suy giảm xuống còn 5,7%/năm. Tuy nhiên những loại phân NPK đang tiêu thụ ở nước ta hiện nay đa phần có chất lượng trung bình, tỷ lệ sử dụng phân NPK chất lượng cao còn khá khiêm tốn và nguồn cung phân NPK chất lượng cao chỉ đáp ứng được 20% lượng tiêu thụ trong nước. Do đó tiềm năng tăng trưởng của mảng phân NPK chất lượng cao còn khá nhiều, dự báo tốc độ tăng trưởng sẽ vào khoảng 6%/năm, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 3%/năm.

Điểm khác biệt của sản phẩm NPK Phú Mỹ là được sản xuất bằng công nghệ hóa học, công nghệ hiện đại nhất trên thế giới hiện nay trong việc sản xuất phân NPK. Công nghệ sản xuất là yếu tố quan trọng nhất ảnh hưởng đến chất lượng sản phẩm, hàm lượng chất dinh dưỡng và mức độ hiệu quả khi sử dụng. Trong những năm qua DPM đã phân phối sản phẩm NPK nhập khẩu được sản xuất bằng công nghệ tương tự và nhận được những kết quả tích cực như lượng tiêu thụ ngày càng tăng, điển hình là quý 3/2017 đã tăng 107% so với quý 3/2016, dự phóng năm 2017 tăng khoảng 30% yoy. Những thế

mạnh về sản phẩm và hệ thống phân phối sẽ tạo tiền đề để DPM tăng trưởng mạnh ở dòng sản phẩm này.

**Dự phóng sản lượng tiêu thụ phân urea, NPK và hóa chất**



Nguồn: FPT Research

Dự kiến đầu quý 2/2018, nhà máy NPK có mức đầu tư hơn 2.000 tỷ sẽ đi vào vận hành thương mại. Theo kế hoạch của DPM, năm đầu tiên Công ty sẽ vận hành 70% công suất nhà máy, tương ứng sản lượng 175.000 tấn, tuy nhiên để thận trọng chúng tôi dự phóng sản lượng và lượng tiêu thụ chỉ đạt 60% công suất thiết kế, tương ứng 150.000 tấn, bằng 120% lượng tiêu thụ phân NPK nhập khẩu năm 2017. Các năm tiếp theo chúng tôi dự báo sản lượng và lượng tiêu thụ sẽ tăng 15%/năm và đạt 100% công suất nhà máy vào năm 2020. Giá bán phân NPK hiện tại là 8.500 đồng/kg và đang có dấu hiệu tăng dần, chúng tôi dự phóng mảng sản xuất NPK sẽ đóng góp ít nhất 1.301 tỷ vào doanh thu năm 2018.

### (3) Tăng trưởng từ mảng hóa chất

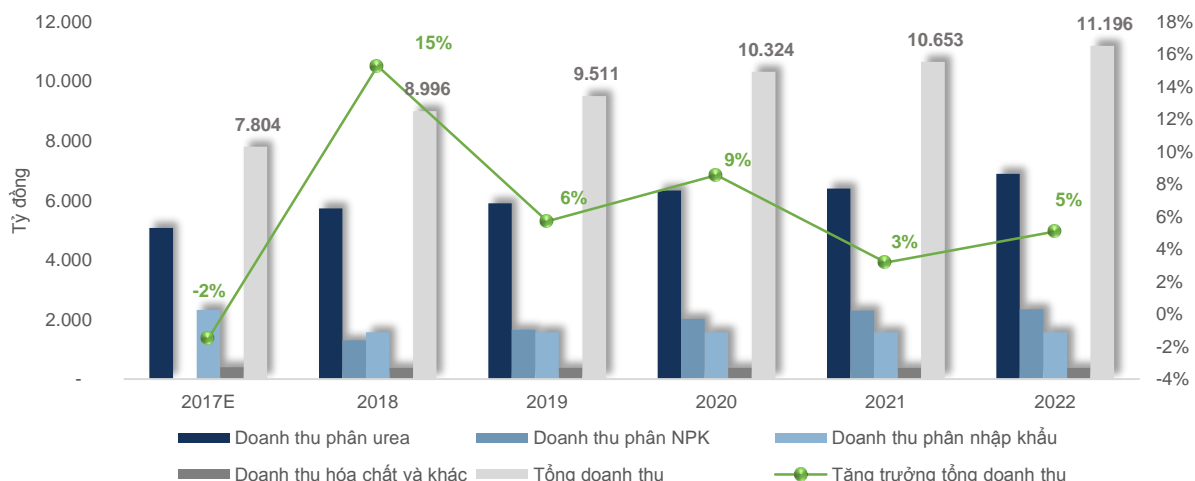
Trong chiến lược phát triển dài hạn, DPM sẽ đặt trọng tâm vào phát triển mảng hóa chất. Với một nước đang phát triển như Việt Nam và tỷ trọng đóng góp của ngành công nghiệp vào GDP luôn chiếm trên 30% cùng với hiện tại chưa tự chủ được nguồn nguyên liệu hóa chất đầu vào, thì tiềm năng phát triển nhóm sản phẩm nguyên liệu hóa chất cho các ngành công nghiệp còn rất lớn.

Hiện nay 3 nhóm sản phẩm hóa chất chính của DPM là Ammonia, UFC85 và hóa chất phục vụ dầu khí:

- **Đối với hóa chất UFC85**, nguồn cung trong nước về hóa chất này duy nhất từ nhà máy UFC85 của DPM với công suất thiết kế là 15 ngàn tấn/năm. Đây là hóa chất rất quan trọng được sử dụng trong các nhà máy đạm để bảo vệ sản phẩm chống bị kết dính. Tính theo công suất thiết kế của các nhà máy đạm tại Việt Nam, nhu cầu tiêu thụ UFC85 đạt 15,5 ngàn tấn/năm, tính theo sản lượng thực tế năm 2016 là 12 ngàn tấn/năm. Trong đó nhà máy urea Phú Mỹ tiêu thụ khoảng 5 ngàn tấn. Như vậy nguồn cung DPM có thể cung cấp ra thị trường 10 ngàn tấn/năm và DPM đã ký hợp đồng cung cấp dài hạn cho các khách hàng lớn như Đạm Cà Mau, tiêu thụ 5 ngàn tấn/năm, Đạm Ninh Bình 2-3 ngàn tấn/năm do đó lượng tiêu thụ trong dài hạn sẽ ổn định.
- **Đối với hóa chất Ammonia**, nếu như các nhà máy urea có khả năng tự chủ được nguồn cung ammonia thì các nhà máy hóa chất trong nước vẫn cần phải mua từ các nhà máy urea hoặc nhập khẩu khá nhiều nguyên liệu này. Trong 4 năm gần đây, theo số liệu từ UN Comtrade, nhập khẩu ammonia của nước ta trung bình trên 100 ngàn tấn/năm. Trong thời gian tới, nhu cầu ammonia được dự báo sẽ tiếp tục tăng từ nhu cầu của các nhà máy nhiệt điện, phân bón khác ngoài urea và một số nhà máy hóa chất khác...

Sau khi hoàn thành việc nâng cấp mở rộng xưởng ammonia vào cuối năm 2017, khả năng cung ứng ammonia của DPM sẽ tăng lên 60-70 ngàn tấn/năm. Với nhu cầu ammonia của các nhà máy hóa chất ở nước ta lên đến gần 300 ngàn tấn mỗi năm thì khả năng hấp thu hết 60-70 ngàn tấn mỗi năm của DPM là hoàn toàn khả thi do hiện nay nguồn cung ammonia của các nhà máy urea ở nước ta chỉ khoảng hơn 200 ngàn tấn/năm và chỉ có DPM tiến hành đầu tư mở rộng công suất nhà máy.

### Dự phóng doanh thu DPM 2017-2022



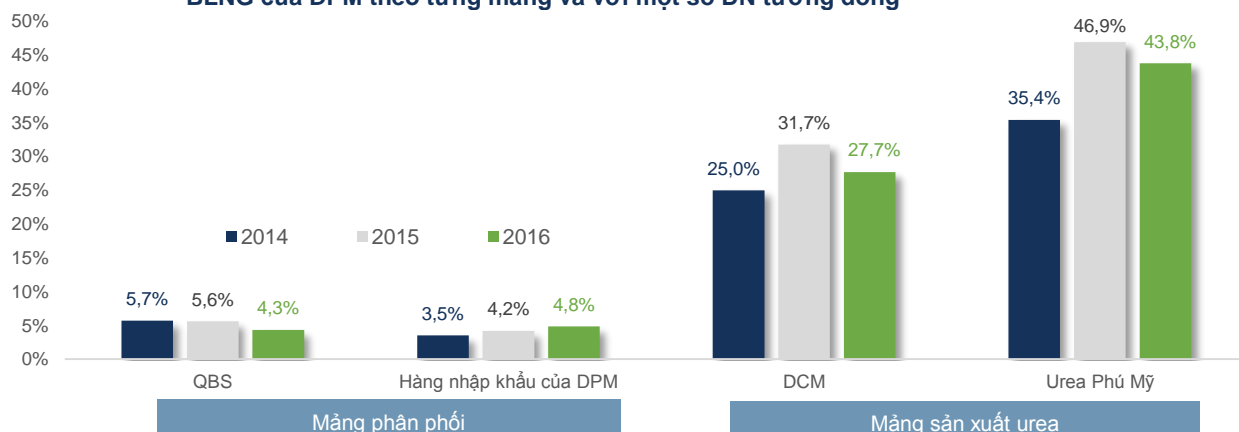
Nguồn: FPT Research

### KHẢ NĂNG SINH LỜI

#### Doanh nghiệp có mức biên lợi nhuận cao nhất ngành

Hiện nay phân urea là loại phân có Biên lợi nhuận gộp (BLNG) cao nhất ngành vì những hàng rào gia nhập ngành rất cao và nguồn cung nội địa chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ.

#### BLNG của DPM theo từng mảng và với một số DN tương đồng



Nguồn: FPT Research

Ở mảng phân urea, BLNG của DPM dao động xung quanh 40% trong 3 năm qua, trong khi BLNG của DCM chỉ đạt mức trung bình khoảng 26%, mặc dù DCM đang được hưởng ưu đãi giá khí, điển hình như năm 2016, giá khí tiêu thụ của DPM đến 3,85\$/MMBtu trong khi giá khí của DCM chỉ là 1,95\$/MMBtu. Giá bán urea Phú Mỹ cao hơn urea Cà Mau do có hệ thống phân phối mạnh hơn cùng với việc chi phí khấu hao của DCM cao hơn nhiều so với DPM là nguyên nhân chính dẫn đến sự chênh lệch về BLNG của 2 doanh nghiệp.

Còn ở mảng phân phối, mức BLNG của DPM vẫn đang dần cải thiện theo từng năm và vượt doanh nghiệp có hoạt động phân phối lớn nhất trong ngành là QBS (2 doanh nghiệp này có quy mô doanh thu mảng phân phối phân bón tương đương nhau ở mức khoảng 2.200-2.800 tỷ/năm). Dự phóng trong năm 2017, BLNG ở mảng phân phối của DPM tiếp tục cải thiện lên 5,8% do đầu tư kho bãi, hệ thống bốc xếp vận chuyển khiến hoạt động phân phối ngày càng hiệu quả.

Từ năm 2018 DPM sẽ vận hành thêm nhà máy NPK chất lượng cao, hiện nay BFC là doanh nghiệp đầu ngành ở dòng sản phẩm phân NPK. Mức BLNG trung bình 3 năm qua của BFC khoảng 16% và riêng năm 2016 là 17%. Chúng tôi dự phóng BLNG của DPM sẽ cao hơn BFC do một số nguyên liệu như urea hoặc ammonia DPM đã tự sản xuất. Mặc dù vậy trong năm 2018 do nhà máy chưa vận hành hết

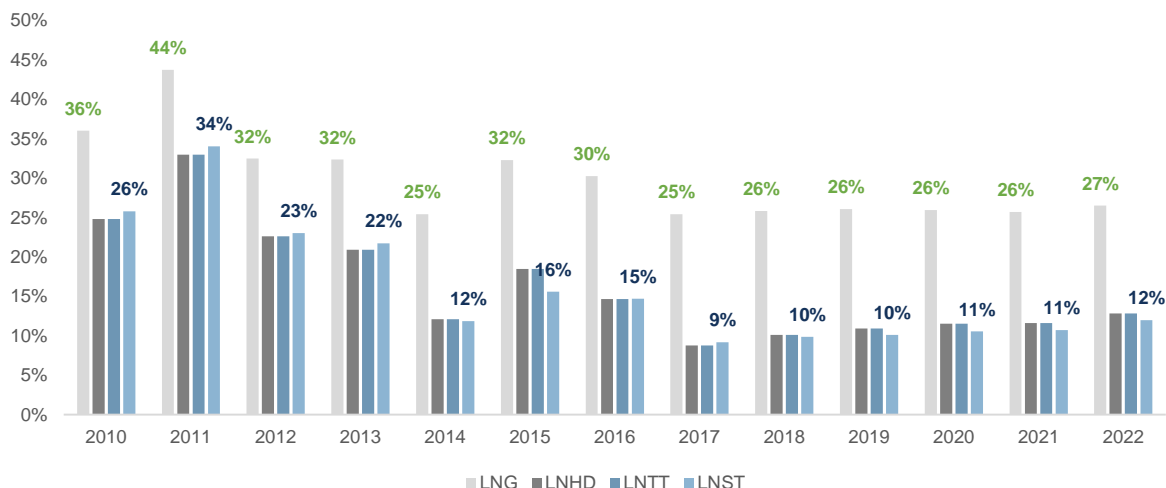


công suất, chúng tôi dự phóng BNLG chỉ đạt 13%. Khi công suất nhà máy tăng dần vào các năm sau, BLNG sẽ tăng dần lên 20% vì giảm được các loại chi phí cố định tính trên mỗi đơn vị sản phẩm.

Ngoài ra khi dự án mở rộng xưởng ammonia hoàn thành, doanh thu mảng hóa chất cũng sẽ tăng mạnh, dù chiếm tỷ trọng chỉ khoảng 8% doanh thu nhưng mảng hóa chất này lại có BLNG rất cao, đến gần 50%.

### Cơ cấu Lợi nhuận gộp được đa dạng hóa nhưng BLNG nhìn chung sẽ giảm

**Các chỉ số về biên lợi nhuận 2010-2022**



Nguồn: FPT Research

Tất cả các biên lợi nhuận từ năm 2012 đến nay bị suy giảm nặng nề do nhiều nguyên nhân như chính sách giá bán khí thay đổi, giá urea giảm và nợ xấu. Tuy nhiên từ đầu năm 2018, DPM sẽ đứng trước cơ hội cải thiện các chỉ số biên lợi nhuận này, ngoại trừ BLNG do giá phân bón đang tăng nhưng áp lực khấu hao nhà máy mới trong những năm đầu sẽ kiềm hãm BNLG lại, các chỉ số biên lợi nhuận còn lại sẽ tăng tốt vì việc đầu tư vào hệ thống phân phối bán hàng cơ bản đã hoàn thiện, hoạt động quảng cáo tiếp thị cho sản phẩm NPK đã được thực hiện từ 2 năm nay, do đó không tăng chi phí tiếp thị nữa. Ngoài ra công ty đang rà soát để cắt giảm các loại chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp, phần mềm hỗ trợ quản trị doanh nghiệp ERP sẽ giúp quản lý nguồn lực tốt hơn, do đó cải thiện biên lợi nhuận hoạt động.

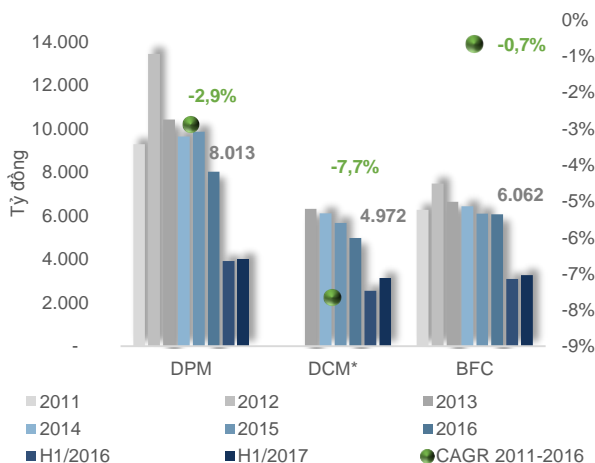
Các khoản đầu tư trái ngành thua lỗ trong những năm qua nay đã dừng hoạt động và đang được Thanh tra chính phủ xử lý dứt điểm. Chúng tôi đánh giá đây là rủi ro tiềm tàng của DPM bởi lẽ nếu nhà máy PVTex tái khởi động sẽ phát sinh chi phí, với vai trò là cổ đông nắm giữ 26% Vốn chủ sở hữu của PVTex, DPM sẽ có thể gánh chịu 26% chi phí phát sinh. Tuy nhiên nếu nhà máy này vận hành hiệu quả trở lại thì những khoản trích lập dự phòng của DPM trước đây lại có thể được hoàn nhập. Theo thông tin từ DPM, trong 5 tháng tới dự kiến sẽ có phương án xử lý cụ thể.

Thu nhập từ nhà máy NPK được ưu đãi thuế TNDN là miễn 100% trong 2 năm đầu khi phát sinh lợi nhuận, giảm 50% trong 4 năm tiếp theo trước khi phải đóng thuế theo thuế suất hiện hành, dự phóng của chúng tôi và dự kiến của DPM năm 2018 nhà máy NPK sẽ phát sinh lợi nhuận. Việc hưởng ưu đãi thuế này sẽ giúp DPM tiết kiệm được một phần chi phí thuế TNDN và tác động tích cực đến Biên lợi nhuận sau thuế.

## Vị thế doanh nghiệp đầu ngành

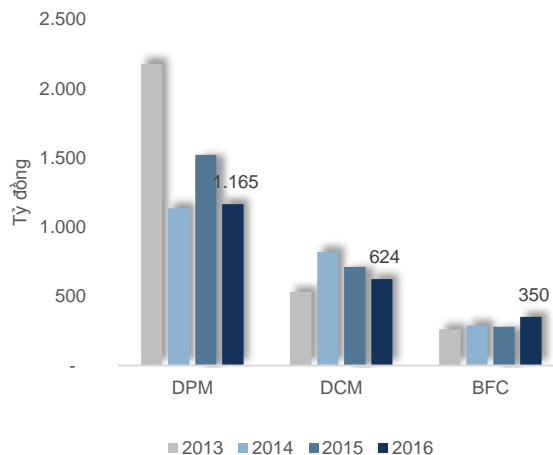
Mặc dù doanh thu và lợi nhuận có sự suy giảm nhưng DPM vẫn giữ vững vị thế doanh nghiệp đầu ngành về quy mô doanh thu và cả lợi nhuận. Xét về lượng tiêu thụ, DPM cũng là doanh nghiệp đầu ngành khi năm 2016, DPM đã cung ứng ra thị trường đến gần 1,2 triệu tấn phân bón các loại, mặc dù LAS xếp ngay phía sau với hơn 1,1 triệu tấn nhưng khi xét đến doanh thu thì LAS lại chỉ bằng 52% doanh thu của DPM.

**Quy mô doanh thu 2011-2017**



Nguồn: BCTC, FPTC Research

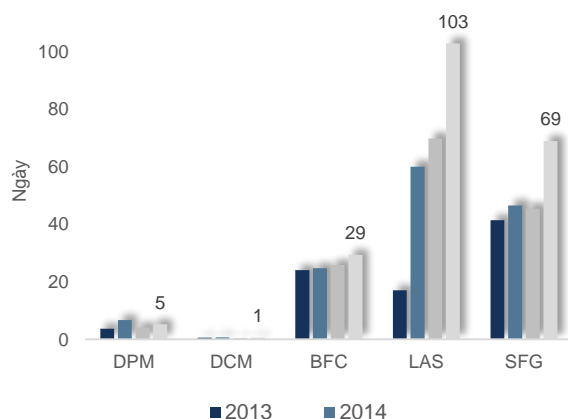
**Quy mô lợi nhuận 2013-2016**



Nguồn: BCTC, FPTC Research

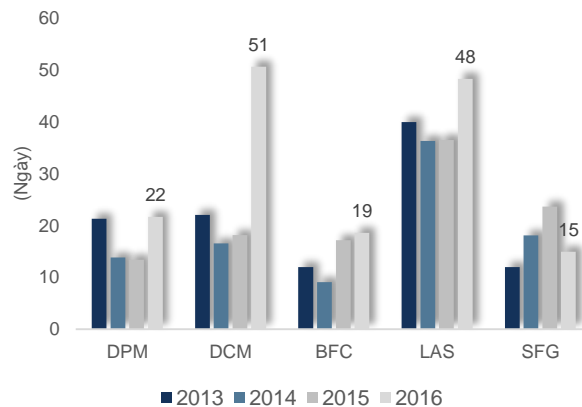
Về độ phủ thị trường, DPM cũng mạnh hơn hẳn các doanh nghiệp khác khi có đến 4 công ty con chuyên phân phối cùng hơn 30 kho trung chuyển có tổng sức chứa trên 250.000 tấn phân bón trên khắp cả nước. Việc duy trì vị thế đầu ngành sẽ giúp công ty tạo lợi thế cạnh tranh so với đối thủ, điều rất cần thiết trong môi trường kinh doanh cạnh tranh gay gắt và người tiêu dùng rất nhạy cảm.

**Số ngày phải thu của một số DN ngành Phân bón**



Nguồn: BCTC, FPTC Research

**Số ngày phải trả của một số ngành phân bón**



Nguồn: BCTC, FPTC Research

Do có lợi thế doanh nghiệp đầu ngành nên DPM có sức mạnh đáng kể đối với cả nhà cung cấp và khách hàng. Điển hình là số ngày phải thu bình quân 4 năm qua chỉ ở mức khoảng 4,5 ngày, thấp hơn trung bình ngành là 29 ngày điều đó cho thấy DPM ít bị khách hàng chiếm dụng vốn hơn so với trung bình ngành. Mặc dù số ngày phải trả ở mức trung bình 4 năm qua là 18 ngày, thấp hơn trung bình ngành là 22 ngày nhưng vẫn cao hơn một số doanh nghiệp lớn như BFC và SFG.

**Đối với nhà cung cấp:** Nhà cung cấp lớn nhất của DPM là GAS, tuy nhiên GAS và DPM là hai công ty con của Tập đoàn Dầu khí và cũng là đối tác lâu năm từ khi DPM thành lập đến nay. Mặc dù phụ thuộc rất lớn vào GAS nhưng qua trao đổi với DPM, trong lịch sử DPM chưa hề gặp phải rắc rối nào đến từ nhà cung cấp này. Ngoài ra, với việc PVN vẫn nắm giữ ít nhất đến 30-51% vốn sở hữu tại DPM thì nguồn cung nguyên liệu của DPM vẫn sẽ được PVN chi phối nhằm đảm bảo đầu vào của doanh nghiệp.

**Đối với khách hàng:** Do không phụ thuộc vào các khách hàng lớn nên DPM có sức mạnh đáng kể đối với các khách hàng của mình, bình quân số ngày phải thu của DPM chỉ 4,5 ngày, cao hơn DCM nhưng lại thấp hơn rất nhiều doanh nghiệp còn lại trong ngành. Điều khiến cho DPM và DCM có lợi thế về số ngày phải thu so với các doanh nghiệp khác trong ngành do nguồn cung urea nội địa chủ yếu đến từ hai doanh nghiệp này, sản phẩm ổn định và có chất lượng tốt nên họ có lợi thế nhất định lên khách hàng và chính sách bán hàng cũng khác biệt hơn.

### **RỦI RO ĐẦU TƯ**

**Rủi ro kinh doanh:** Những thay đổi trong điều kiện sản xuất nông nghiệp sẽ ảnh hưởng đến lượng tiêu thụ phân bón từ đó ảnh hưởng đến doanh thu của các doanh nghiệp phân bón. Tuy nhiên với hệ thống phân phối mạnh nhất, cùng với sản phẩm chất lượng cao và thị phần lớn, trải khắp vùng miền cả nước nên rủi ro kinh doanh của Công ty cũng được giảm thiểu hơn các doanh nghiệp cùng ngành.

**Rủi ro nguyên liệu đầu vào:** Đây là rủi ro đặc thù đối với các doanh nghiệp ngành phân bón và DPM cũng không phải ngoại lệ. Biến động giá khí đầu vào sẽ ảnh hưởng rất mạnh đến Biên lợi nhuận gộp của mảng urea vì khí đầu vào chiếm đến hơn 65% tổng chi phí nguyên liệu. Ngoài ra rủi ro về giá khí cũng vượt khỏi tầm kiểm soát của DPM khi giá khí neo vào giá dầu-loại hàng hóa có giá cả tương đối biến động trong thời gian qua. Lượng tiêu thụ khí hàng năm lên đến hơn 500 triệu mét khối do đó cũng không thể tích trữ nhằm tận dụng lợi thế lúc giá giảm hoặc phòng tránh lúc giá nguyên liệu này tăng.

**Rủi ro tỷ giá:** Với hơn 99% doanh thu được thực hiện trên lãnh thổ Việt Nam nên rủi ro tỷ giá không ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu của DPM. Tuy nhiên do giá khí DPM mua từ GAS được tính dựa trên đồng USD và DPM vay ngoại tệ 1.000 tỷ, tương đương khoảng 44 triệu USD nên tỷ giá sẽ tác động nhất định đến chi phí sản xuất và chi phí tài chính của DPM. Nhưng với việc DPM sẽ tích cực trả nợ do công ty có rất nhiều tiền mặt nên chúng tôi đánh giá rủi ro về tỷ giá là khá thấp.

**Rủi ro lãi suất:** Trong giai đoạn 2017-2018, theo kế hoạch DPM sẽ vay khoảng 2.000 tỷ để xây dựng nhà máy NPK-NH<sub>3</sub> có quy mô gần 5.000 tỷ, tương ứng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cuối năm 2017 của công ty cũng tăng 15% từ mức 0% vào cuối năm 2016. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá rủi ro lãi suất sẽ tác động không đáng kể đến DPM do công ty vẫn còn đến gần 3.000 tỷ tiền gửi ngân hàng phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động.

**Rủi ro chính sách:** Những chính sách hỗ trợ phát triển nông nghiệp và siết chặt quản lý thị trường phân bón sẽ tác động tích cực đến các doanh nghiệp lớn và uy tín như DPM.

**Rủi ro phát sinh chi phí nợ xấu từ nhà máy PVTex:** Tình hình tại nhà máy PVTex hiện đã vượt khỏi tầm kiểm soát của DPM và công ty có thể phát sinh chi phí nợ xấu đối với các khoản bảo lãnh nợ cho PVTex hoặc chi phí tái khởi động nhà máy, tùy thuộc vào phương án xử lý của Thanh tra chính phủ.

**Rủi ro môi trường:** Xu hướng sản xuất nông nghiệp hữu cơ và sử dụng phân bón hữu cơ trong dài hạn sẽ có tác động đáng kể đến DPM, tuy nhiên chúng tôi đánh giá mức độ tác động trong ngắn và trung hạn sẽ không cao vì ngay tại những nước phát triển, xu hướng sử dụng phân bón hữu cơ vẫn chưa thể thay thế phân vô cơ. Ngược lại, sử dụng các loại phân bón vô cơ ít gây ô nhiễm môi trường, hiệu quả kinh tế và tiết kiệm công chăm sóc như phân NPK chất lượng cao, sản phẩm DPM sắp ra mắt.

**Rủi ro pha loãng cổ phiếu:** Lịch sử hoạt động 13 năm qua chỉ chứng kiến 01 lần DPM phát hành cổ phiếu thưởng cho cán bộ công nhân viên, tuy nhiên mức độ pha loãng khá thấp, chỉ 1,47%.

### **ĐÁNH GIÁ BAN LÃNH ĐẠO**

**Kinh nghiệm công tác:** Ban lãnh đạo của DPM là sự kết hợp giữa những con người dày dặn kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh tế và dầu khí, qua đó dung hòa được những trí óc nhạy bén về kinh doanh và am hiểu chuyên môn để vận hành hiệu quả một doanh nghiệp có mức độ chuyên môn hóa và tự động hóa cao như sản xuất phân urea và hóa chất. Ngoài trừ những lãnh đạo cấp cao như Ông Lê Cự Tân-Chủ tịch Hội đồng quản trị và ông Đoàn Văn Nhuộm-Tổng giám đốc, chỉ mới được PVN bổ nhiệm làm lãnh đạo DPM trong 3-5 năm gần đây, các thành viên còn lại đều có thời gian gắn bó lâu dài với DPM từ những ngày đầu thành lập. Trước khi trở thành những lãnh đạo cấp cao tại DPM, ông Lê Cự Tân và ông Đoàn Văn Nhuộm đã có hơn 20 năm làm việc trong Tập đoàn Dầu khí và nắm giữ những chức vụ quan trọng. Những thành công của hai ông tại các công ty thành viên của PVN như PTSC hay



PVOil cùng kinh nghiệm chuyên môn lâu năm sẽ là cơ sở để cổ đông DPM tin tưởng vào sự thành công của các dự án phân bón và hóa chất mới nói riêng và DPM nói chung.

**Hoạt động đầu tư:** Do là công ty con của PVN nên những quyết định về chi tiêu đầu tư của DPM bị PVN chi phối khá nhiều. Việc PVN tác động nhiều đến DPM mang đến nhiều lợi ích và cả tổn hại. Về lợi ích, có thể kể đến việc đảm bảo nguồn nguyên liệu dầu khí, việc chỉ đạo hỗ trợ kịp thời của PVN đến các thành viên trong cùng tập đoàn để hỗ trợ DPM. Tuy nhiên những dự án đầu tư như PVTex phát sinh thua lỗ làm suy giảm lợi nhuận cốt lõi. Ngoài ra, việc chỉ đạo DPM hỗ trợ phân phối sản phẩm của Đạm Cà Mau cũng ảnh hưởng tiêu cực đến tính hiệu quả kinh doanh của DPM.

Nhận thấy những tiềm năng từ xu hướng chuyển dịch sang sử dụng phân NPK chất lượng cao và nhu cầu về hóa chất trong nước, DPM đã mạnh dạn đầu tư hàng ngàn tỷ để xây dựng nhà máy. Chúng tôi đánh giá những bước đi trên của Ban lãnh đạo là phù hợp trong bối cảnh nguồn cung hóa chất ammonia và hóa chất UFC85 trong nước còn thiếu hụt, còn nhu cầu và xu hướng chuyển dịch sử dụng phân bón NPK chất lượng cao lại ngày càng tăng.

**Khả năng định hướng thị trường:** Là doanh nghiệp ở phía Nam và gần nguồn tiêu thụ phân bón nhiều nhất cả nước, khu vực ĐBSCL, nên DPM đã tập trung chiếm lĩnh thị phần phân urea ở khu vực này. Tuy nhiên khi nhận thấy tiềm năng từ hai thị trường phía Bắc và Miền Trung còn lớn, DPM đã nhanh chóng xâm nhập 2 thị trường trên bằng cách thành lập các công ty con và đầu tư hàng chục kho bãi làm trung tâm trung chuyển. Với một nước có nền nông nghiệp sản xuất phân tán và mức độ cạnh tranh trong ngành phân bón cao thì việc đầu tư mở rộng hệ thống phân phối là điều cần thiết để đảm bảo nguồn tiêu thụ.

**Khả năng dự phóng, lập kế hoạch:** Doanh thu và lợi nhuận cuối năm thường không đạt được như kế hoạch đầu năm, việc điều chỉnh kế hoạch vào cuối năm đã làm cho các cổ đông gặp rất nhiều khó khăn trong việc dự phóng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Đơn cử như trong năm 2016, đến ngày 30/12/2016 DPM vẫn điều chỉnh giảm kế hoạch lợi nhuận và doanh thu lần lượt 14% và 7% so với kế hoạch đầu năm, tương tự cho năm tài khóa 2017, ngày 22/12/2017 DPM cũng điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận sau thuế giảm 15% so với kế hoạch đầu năm khi chỉ còn 9 ngày nữa là kết thúc năm.

## **ĐINH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**

Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu DPM. Chúng tôi cho rằng phương pháp FCFF là phù hợp nhất vì từ năm 2018 DPM sẽ sử dụng nợ và tích cực trả nợ gốc nên cấu trúc vốn sẽ bị biến động trong giai đoạn tới, cùng nhu cầu đầu tư vào nhà máy mới tăng nên dòng cổ tức chi trả cũng sẽ bị ảnh hưởng.

### **1. Giá định**

Tham số định giá			
Giai đoạn dự phóng chi tiết		Giai đoạn tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	5,06%	D/(D+E) mục tiêu	10,0%
Beta (U)	0,85	D/E mục tiêu	11,1%
Equity Risk Premium (ERP)	8,46%	Ke mục tiêu	12,8%
		Chi phí lãi vay dài hạn	10,0%
		Thuế suất thuế TNDN cuối dự phóng	20,0%
Số lượng cổ phiếu lưu hành	391,3	WACC mục tiêu	12,4%
Số lượng cổ phiếu bị pha loãng tối đa	391,3	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1%

**Lãi suất phi rủi ro:** chúng tôi sử dụng lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm theo thống kê giao dịch trái phiếu chính phủ tháng 12/2017.

**D/E mục tiêu:** Do DPM là doanh nghiệp không ưa thích sử dụng nợ nên chúng tôi dự phóng mức D/E mục tiêu bằng với mức trung bình trong quá khứ của doanh nghiệp.

**Tốc độ tăng trưởng dài hạn:** Do chiến lược phát triển dài hạn của DPM là mảng hóa chất, trong khi báo cáo này của chúng tôi chỉ đề cập đến mảng phân bón và các nhà máy hóa chất hiện hữu nên chúng tôi lựa chọn tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%/năm, mức dự phóng này rất thấp so với tốc độ tăng trưởng của ngành phân bón Việt Nam là 3%/năm.

## 2. Kết quả định giá

ĐINH GIÁ FCFF	
<b>Tăng trưởng dài hạn</b>	<b>1%</b>
Giá trị hiện tại các dòng FCFF (*)	2.783
Giá trị hiện tại Terminal value (tỷ đồng)	6.469
% Terminal Value/Tổng giá trị hiện tại	69,9%
Cộng Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	2.942
<b>Giá trị doanh nghiệp (EV)</b>	<b>12.194</b>
Trừ: Nợ vay ngắn/dài hạn (tỷ đồng)	1.200
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)</b>	<b>10.994</b>
Số lượng CP pha loãng tối đa (triệu cổ)	391,3
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu</b>	<b>28.000</b>

(\*) sau khi trừ cổ tức 1.000 đồng/cp ngày 20/12/2017 (tỷ đồng)

## 3. Phân tích độ nhạy

Phân tích độ nhạy giá cổ phiếu theo WACC và Tốc độ tăng trưởng dài hạn

WACC	Tăng trưởng dài hạn					
	28.000	0,00%	0,50%	1,0%	1,50%	2,00%
	10%	30.000	31.000	32.000	33.000	34.000
	11%	28.000	29.000	30.000	31.000	32.000
	12%	27.000	27.000	<b>28.000</b>	29.000	30.000
	13%	25.000	26.000	27.000	27.000	28.000
	14%	25.000	25.000	26.000	26.000	27.000

Kết quả của việc phân tích độ nhạy không làm cho kết quả định giá thay đổi nhiều, do tỷ trọng của Giá trị tăng trưởng dài hạn (Terminal Value) chỉ chiếm 69% trong tổng hiện giá của dòng tiền.

Ngược lại, DPM lại rất nhạy cảm với biến động trong giá dầu và giá phân urea. Do đó chúng tôi xây dựng thêm 2 kịch bản cho trường hợp xấu nhất và tốt nhất bên cạnh trường hợp cơ sở mà chúng tôi đang sử dụng để khuyến nghị. Lưu ý là trong 3 kịch bản này **chỉ khác nhau về giá urea Phú Mỹ và giá khí, các yếu tố khác không đổi**.

	Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022
WORSE CASE	Giá urea (ngàn đồng/kg)	6,26	6,99	6,95	7,48	7,45	8,04
	Giá dầu (\$/thùng)	54	60	63	63	65	70
	Doanh thu (tỷ đồng)	7.804	8.996	9.319	10.129	10.369	10.906
	Lợi nhuận (tỷ đồng)	710	826	677	900	795	857
	<b>Giá cổ phiếu</b>	<b>21.000</b>					
BASE CASE	Giá urea (ngàn đồng/kg)	6,26	6,99	7,19	7,72	7,80	8,40
	Giá dầu (\$/thùng)	54	59	60	63	63	65
	Doanh thu (tỷ đồng)	7.804	8.996	9.511	10.324	10.653	11.196
	Lợi nhuận (tỷ đồng)	710	879	953	1.081	1.134	1.332
	<b>Giá cổ phiếu</b>	<b>28.000</b>					
BEST CASE	Giá urea (ngàn đồng/kg)	6,26	6,99	7,19	7,72	7,80	8,40
	Giá dầu (\$/thùng)	54	59	60	63	60	60
	Doanh thu (tỷ đồng)	7.804	8.996	9.511	10.324	10.653	11.196
	Lợi nhuận (tỷ đồng)	710	879	953	1.081	1.245	1.530
	<b>Giá cổ phiếu</b>	<b>31.000</b>					

Trong trường hợp giả định cơ sở (base case), chúng tôi dự phóng giá urea Phú Mỹ sẽ tăng theo giá urea thế giới, nhưng có tốc độ chậm hơn do những lợi thế về hệ thống phân phối của DPM giảm đi vì

hệ thống phân phối của các đối thủ cạnh tranh trong ngành như DCM và một số doanh nghiệp khác mạnh lên, đồng thời giá dầu WTI tiếp tục tăng dần lên đến ngưỡng 65\$/thùng sẽ không tăng nữa do ở mức giá này sẽ kích thích các nước có chi phí khai thác dầu cao quay lại khai thác do đó làm tăng nguồn cung toàn cầu.

Trong trường hợp tốt nhất, chúng tôi dự phóng tương tự nhưng giá dầu sẽ chỉ tăng đến 63\$/thùng sau đó giảm trở lại vì dư thừa nguồn cung do xu hướng chuyển sang sử dụng các dạng năng lượng tái tạo và giá urea Phú Mỹ như trong trường hợp cơ sở. Trong trường hợp xấu nhất, giá dầu WTI tăng lên đến 63\$/thùng, duy trì cao và sau đó tăng lên 70\$/thùng và giá urea chỉ tăng mỗi năm 2%.

#### 4. KHUYẾN NGHỊ

Với giá trị nội tại được xác định theo phương pháp FCFF là **28.000 đồng/cổ phiếu** trong khi giá thị trường tại ngày 10/1/2018 là 22.300 đồng, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DPM.

=====

*(Để tìm hiểu thêm những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động kinh doanh – tài chính của DPM, vui lòng tham khảo phần báo cáo chi tiết phía dưới).*

# MỤC LỤC

<b>I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP</b>	<b>13</b>
1. Giới thiệu doanh nghiệp	13
2. Quá trình hình thành, phát triển	13
3. Cơ cấu tổ chức của DPM	15
4. Cơ cấu cổ đông và ban lãnh đạo của DPM	16
5. Chuỗi giá trị sản xuất của DPM	17
6. Vị thế doanh nghiệp trong ngành phân bón Việt Nam	18
<b>II. TÌNH HÌNH KINH DOANH, TÀI CHÍNH</b>	<b>19</b>
1. Doanh thu	19
1.1. Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm	20
1.2. Doanh thu theo thị trường	22
1.3. Khách hàng	22
1.4. Triển vọng tăng trưởng doanh thu	23
2. Lợi nhuận gộp	30
2.1. Tình hình chung về lợi nhuận gộp	30
2.2. Cơ cấu chi phí đầu vào	32
2.3. Tình hình quản trị hàng tồn kho	34
2.4. Tình hình quản trị khoản phải trả	35
2.5. Khấu hao tài sản cố định	35
2.6. Tác động của thuế VAT	36
3. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	36
4. Lợi nhuận sau thuế	41
5. Phân tích dòng tiền	42
5.1. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh-CFO	42
5.2. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư-CFI	43
5.3. Dòng tiền từ hoạt động tài chính-CFF	43
6. Hiệu quả sử dụng Vốn chủ sở hữu	44
<b>III. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG</b>	<b>46</b>

**TỔNG QUAN**
**KINH DOANH-TÀI CHÍNH**

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### 1. Giới thiệu doanh nghiệp



Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu Khí - Thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) chính thức đi vào hoạt động ngày 19/1/2004 với nhiệm vụ ban đầu là quản lý, vận hành và kinh doanh các sản phẩm của nhà máy đạm Phú Mỹ tọa lạc tại KCN Phú Mỹ 1, huyện Tân Thành, tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu.

Trong hơn 10 năm qua, DPM luôn duy trì là doanh nghiệp có quy mô doanh thu và lợi nhuận lớn nhất ngành. Năm 2016, doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 8.013 và 1.168 tỷ, bỏ xa doanh nghiệp đứng thứ 2 là DCM với 624 tỷ.



Phân urea hạt trong tự sản xuất là sản phẩm đóng góp nhiều nhất vào doanh thu của DPM với tỷ trọng 62,9% năm 2016, hoạt động thương mại các loại phân nhập khẩu như phân Kali, DAP, NPK đóng góp 30% và 7% còn lại thuộc về các sản phẩm khác như hóa chất ammonia, UFC85, điện, ...

Hiện nay thị trường nội địa là thị trường chính đóng góp vào doanh thu DPM với tỷ trọng khoảng 99,6% vào năm 2016, hoạt động xuất khẩu chỉ mang lại 30 tỷ doanh thu. Hoạt động sản xuất kinh doanh của DPM được phân chia rõ ràng, theo đó, công ty mẹ DPM với nhiệm vụ quản lý nhà máy Đạm Phú Mỹ và nhà máy NPK đảm nhận khâu sản xuất, các công ty con bao gồm PSW, PSE, PCE và PMB hoạt động lần lượt ở các vùng miền như Tây Nam Bộ, Đông Nam Bộ, Miền Trung và Miền Bắc đảm nhận việc phân phối sản phẩm công ty mẹ sản xuất và tự doanh sản phẩm nhập khẩu.

Trong dài hạn, DPM định hướng tập trung phát triển hai mảng sản xuất chính là phân bón và hóa chất, tiến tới trở thành doanh nghiệp tư nhân năng động sau khi PVN thoái vốn trong năm 2018.

### 2. Quá trình hình thành, phát triển

#### GIAI ĐOẠN 2001-2010

**Năm 2001:** Phát động xây dựng nhà máy đạm Phú Mỹ. Quy mô vốn đầu tư 400 triệu USD với công suất ban đầu 740.000 tấn urea/năm. Công nghệ sử dụng tại nhà máy là những công nghệ tiên tiến nhất thế giới lúc bấy giờ như công nghệ sản xuất ammonia của hãng Haldor Topsoe (Đan Mạch), công nghệ của hãng Snamprogetti (Italy) để sản xuất urea và một số xưởng phụ trợ khác.

**Năm 2004:** Ngày 19/1/2004: Thành lập Công ty Phân đạm và Hóa chất Dầu khí.

**Năm 2007:** Ngày 15/3/2007 Bộ công thương quyết định đổi tên Công ty Phân đạm và Hóa chất Dầu Khí thành Công ty Cổ phần Phân đạm và Hóa chất Dầu khí. Đến ngày 5/11/2007, 380 triệu cổ phiếu của Công ty chính thức được niêm yết và giao dịch trên sàn Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) với mã chứng khoán DPM.

**Năm 2008:** Đổi tên thành Tổng công ty Cổ phần Phân bón và Hóa chất Dầu khí.

**Năm 2010:** Nâng cấp công suất nhà máy sản xuất urea từ 740.000 tấn/năm lên 800.000 tấn/năm.

#### GIAI ĐOẠN 2010-2017

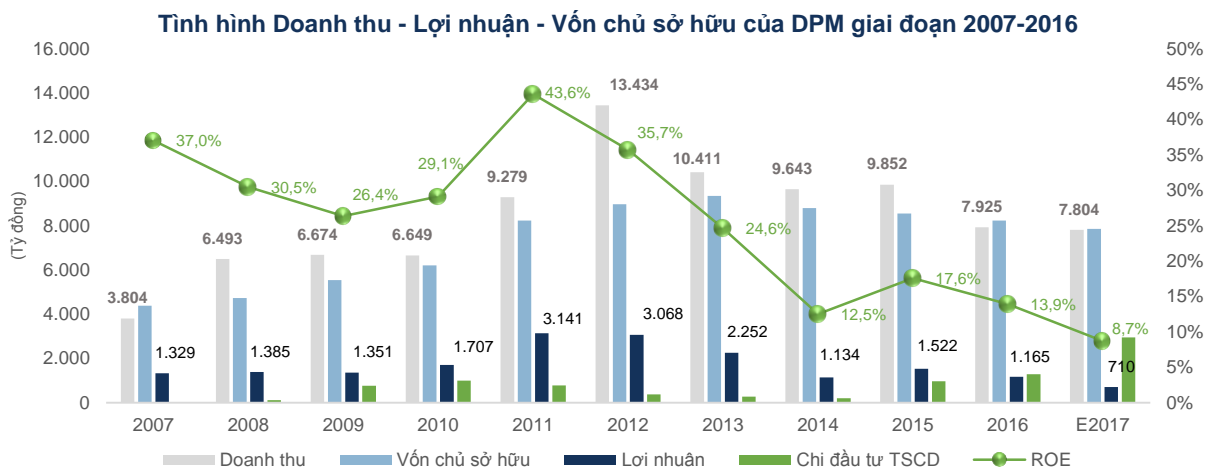
**Năm 2012:** Doanh thu cao kỷ lục từ khi thành lập đến nay với mức 13.433 tỷ do giá phân bón năm này tăng cao, cùng với doanh thu từ phân phối phân urea Cà Mau khi DPM cam kết bao tiêu cho DCM.

**Năm 2014:** Thương hiệu đạm Phú Mỹ được công nhận là Thương hiệu Quốc gia.



**Năm 2015:** Khởi công xây dựng tổ hợp nhà máy phân bón NPK chất lượng cao công suất 250.000 tấn/năm và mở rộng công suất xưởng NH<sub>3</sub> từ 450.000 tấn/năm lên 540.000 tấn/năm. Tổng mức đầu tư cho hai dự án này vào khoảng 5.000 tỷ.

**Năm 2017:** Ngày 15/7/2017 công ty đón nhận những tấn phân urea thứ 10 triệu sau 13 năm hoạt động.



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Doanh thu của DPM đã tăng mạnh từ khi thành lập cho đến năm 2012 rồi bị suy giảm kéo dài đến năm 2016. Tuy nhiên nguyên nhân chính dẫn đến doanh thu bị sụt giảm là ảnh hưởng từ giá phân urea giảm, xu hướng chung của toàn ngành phân urea Việt Nam và thế giới, còn sản lượng và lượng tiêu thụ của công ty vẫn tăng trưởng tốt. Hơn nữa, với việc một số tổ chức như Hiệp hội phân bón thế giới cũng như Fertecon dự báo giá urea trong năm 2016 đã chạm đáy và dần hồi phục sẽ tác động tích cực đến doanh thu mảng urea của DPM.

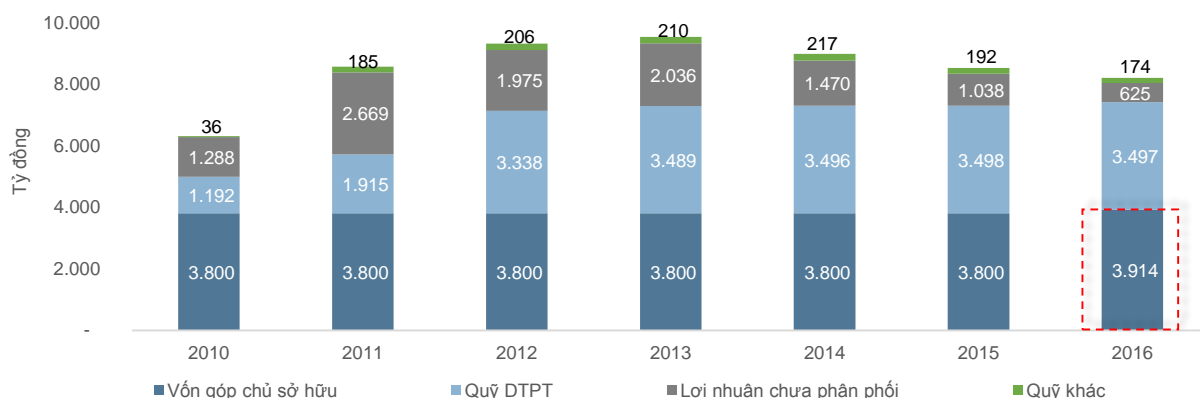
Lợi nhuận sau thuế cũng biến động theo xu hướng của doanh thu, từ những năm 2007 lợi nhuận bắt đầu tăng mạnh và đạt mức cao nhất vào năm 2011 với 3.143 tỷ. Tuy nhiên khi doanh thu suy giảm thì lợi nhuận cũng bị giảm theo do cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt khiến biên lợi nhuận gộp giảm, cùng với việc mở rộng quy mô nhân sự và thị trường đã đẩy chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng theo và bào mòn lợi nhuận.

Từ năm 2015, công ty đã đầu tư vào tổ hợp dự án mở rộng công suất nhà máy NH<sub>3</sub> và nhà máy phân bón NPK chất lượng cao, điều này thể hiện rõ qua dòng tiền đầu tư vào tài sản cố định đang tăng dần. Năm 2016 công ty đã chi 1.228 tỷ cho đầu tư tài sản cố định và trong năm 2017 ước tính tiếp tục chi thêm 1.758 tỷ. Điều này sẽ tạo động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong dài hạn.

Chỉ số ROE cũng không nằm ngoài mẫu hình biến động của doanh thu và lợi nhuận. Trong những năm đầu hoạt động do quy mô Vốn chủ sở hữu liên tục tăng mạnh nên ROE có xu hướng giảm nhẹ, đến giai đoạn 2011-2012 do lợi nhuận tăng vọt nên ROE cũng cải thiện đáng kể và đạt mức cao nhất 43,6% năm 2011. Từ giai đoạn đó đến nay, do lợi nhuận suy giảm khá mạnh trong khi quy mô vốn chủ sở hữu chỉ giảm nhẹ nên làm cho ROE của DPM cũng giảm theo.

Vốn chủ sở hữu của DPM cũng biến động tương tự như các chỉ số tài chính trên, tuy nhiên có độ trễ khoảng 1 năm do những thay đổi trong lợi nhuận chưa phân phối năm trước ảnh hưởng đến quy mô Vốn chủ năm sau. Những biến động trong thành phần của Vốn chủ sở hữu thể hiện trong biểu đồ dưới:

### Lịch sử tăng Vốn chủ sở hữu



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

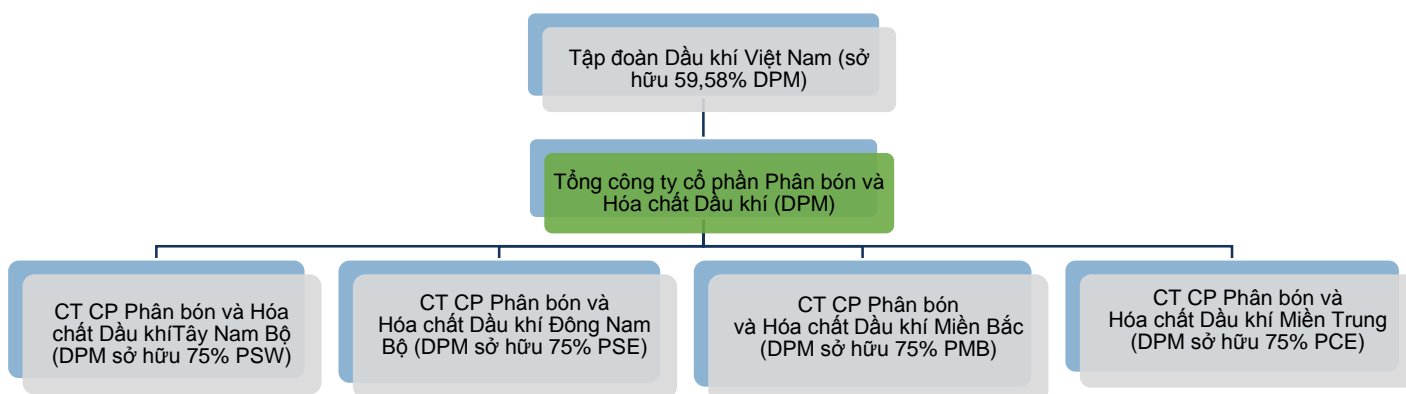
Từ khi thành lập đến năm 2015 quy mô Vốn góp của chủ sở hữu duy trì cố định ở mức 3.800 tỷ, đến đầu năm 2016 tăng 3.914 tỷ do công ty phát hành 11.400.000 cổ phiếu ESOP với mức giá bằng mệnh giá cho cán bộ, nhân viên. Lượng cổ phiếu tăng thêm này đã làm giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu bị pha loãng 1,47%, tương ứng với giá trị sổ sách cuối năm 2016 là 21.046 đồng/cổ phiếu so với mức 21.355 đồng/cổ phiếu nếu không bị pha loãng. Bên cạnh đó, EPS cũng bị giảm từ 2.516 đồng/cổ phiếu nếu không bị pha loãng xuống còn 2.454 đồng/cổ phiếu sau khi đã điều chỉnh cho 11,4 triệu cổ phiếu ESOP tăng thêm.

Trong thành phần của Vốn chủ sở hữu, Quỹ đầu tư phát triển cùng với Lợi nhuận chưa phân phối chiếm tỷ trọng khá lớn, hơn 50%. Tuy nhiên từ năm 2013 đến nay, lợi nhuận của công ty suy giảm trong khi tỷ lệ chi trả cổ tức của DPM vẫn duy trì ở mức rất cao, điển hình như năm 2012 là 50% và năm 2016 là 35%, khiến lợi nhuận chưa phân phối ngày càng suy giảm, quy mô vốn chủ sở hữu do vậy cũng suy giảm. Trong thời gian tới, khi những dự án đang xây dựng hoạt động ổn định, dòng tiền của DPM sẽ mạnh hơn, do đó dự phóng quy mô Vốn chủ sở hữu sẽ tăng trở lại.

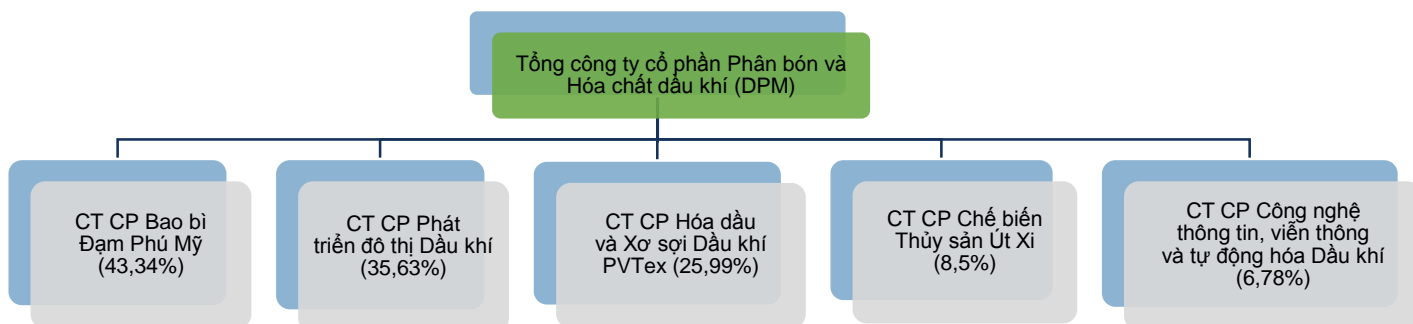
Từ những phân tích nguyên nhân dẫn đến doanh thu, lợi nhuận và quy mô nguồn vốn không tăng trong những năm gần đây, cùng với cơ hội từ việc giá phân bón hồi phục và tiềm năng từ dự án nhà máy NPK chất lượng cao, chúng tôi cho rằng DPM hiện nay đang trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp, công ty **đã đi qua một chu kỳ tăng trưởng và hiện tại đang đầu tư mở rộng nhà máy chuẩn bị cho chu kỳ tăng trưởng mới.**

### 3. Cơ cấu tổ chức của DPM

#### Hệ thống các công ty con



### Cơ cấu các công ty liên doanh liên kết



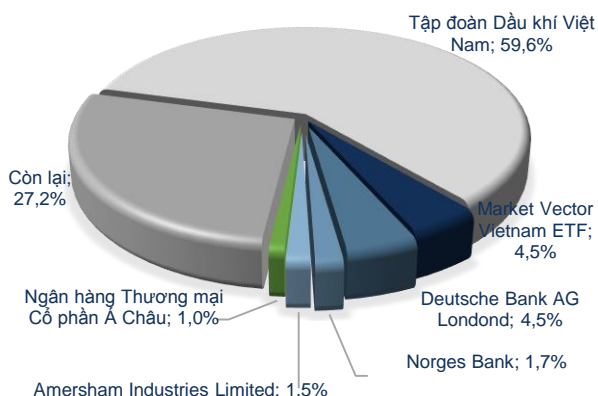
Nguồn: BCTC, BCTN, FPTs Research

Hiện nay DPM có 4 công ty con chuyên kinh doanh phân bón và hóa chất, hoạt động kinh doanh giữa công ty mẹ và các công ty con chủ yếu là hoạt động kinh doanh 1 chiều do các công ty con này phân phối sản phẩm của công ty mẹ sản xuất.

Với các công ty liên doanh liên kết, hiện nay DPM đang đầu tư liên kết với một số công ty hoạt động cả trong lĩnh vực phân bón và một số ngành khác. Công ty cổ phần Bao bì Đạm Phú Mỹ (HNX: PMP) là công ty chuyên sản xuất bao bì cho DPM do đó có các hoạt động giao dịch với DPM, các công ty còn lại hầu như không có giao dịch kinh doanh nào đáng kể với DPM. Trong báo cáo tài chính của DPM có những khoản mục phải thu với PVTex tuy nhiên những khoản mục này chủ yếu liên quan đến khoản nợ do DPM cam kết bảo lãnh cho PVTex theo yêu cầu của công ty mẹ PVN.

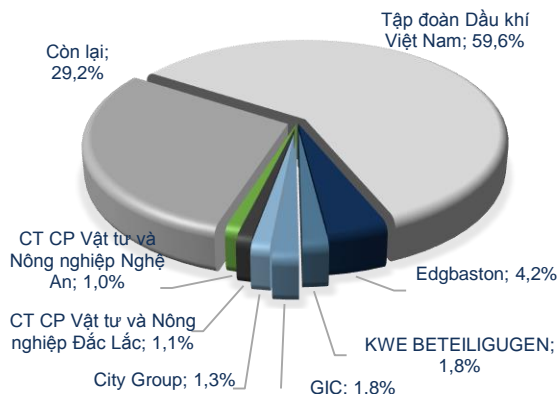
### 4. Cơ cấu cổ đông và ban lãnh đạo của DPM

**Cơ cấu cổ đông, 31/12/2016**



Nguồn: FPTs Research

**Cơ cấu cổ đông, 19/12/2017**



Nguồn: DPM, FPTs Research

Sau nhiều lần thoái vốn, đến cuối năm 2016, PVN còn nắm giữ 59,59% cổ phần của DPM. Các cổ đông lớn còn lại là một số quỹ ngoại như Quỹ đầu tư Market Vector Vietnam ETF với tỷ lệ 4,51%, Ngân hàng Dustches London nắm giữ 4,47%, bên cạnh một số quỹ đầu tư nước ngoài khác với tỷ lệ khoảng hơn 1%. Có thể thấy cổ phiếu của DPM cũng nhận được sự quan tâm khá lớn từ các quỹ đầu tư ngoại, tổng tỷ lệ sở hữu của các tổ chức nước ngoài này là 12,2% và tổng tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài đến ngày 8/1/2018 là 20,73%.

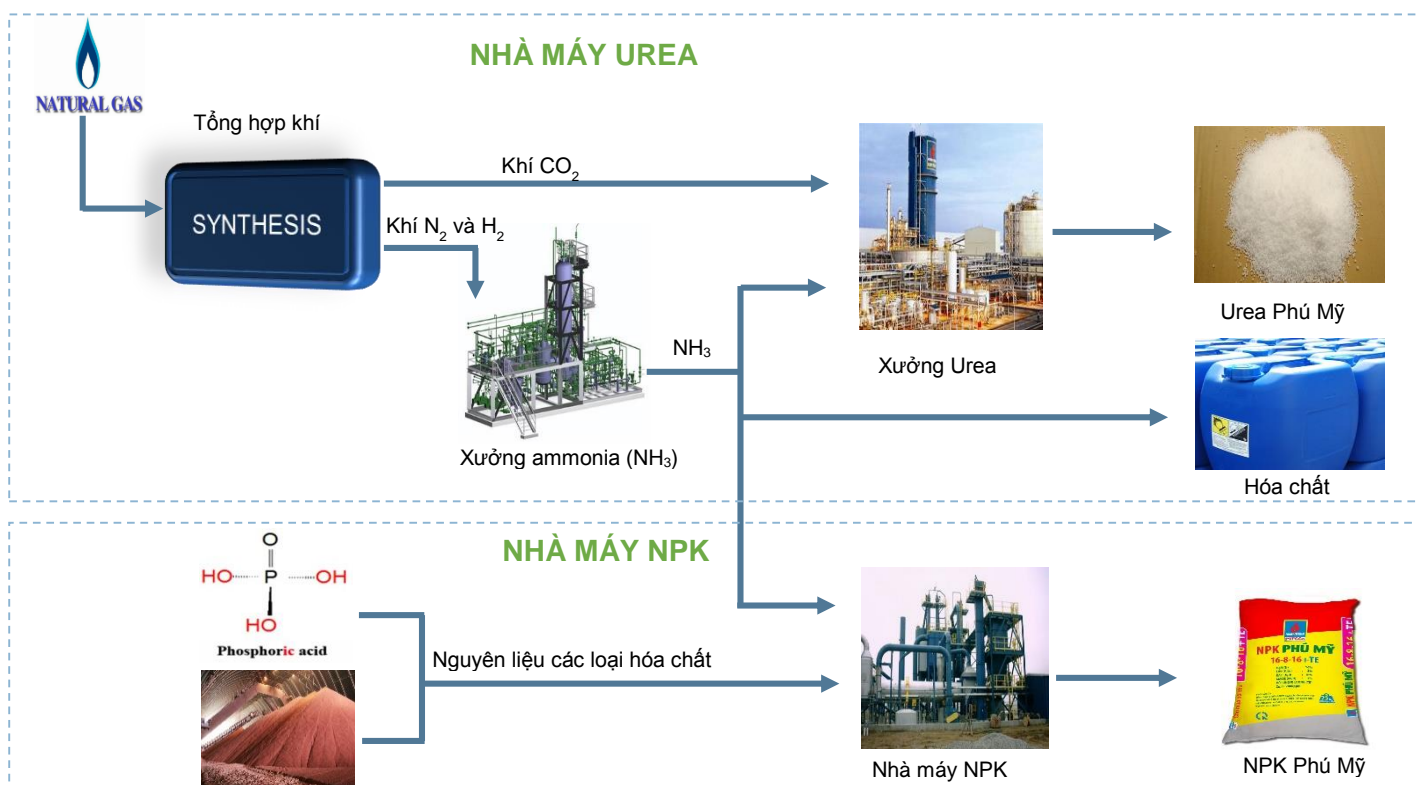
Đến cuối năm 2017, cơ cấu của đông DPM đã có nhiều đột biến mặc dù PVN vẫn là cổ đông chiếm tỷ trọng lớn nhất, như các quỹ ngoại như Market Vector hay Deutsche Bank AG đã giảm đáng tỷ trọng nắm giữ DPM. Thay vào đó là sự xuất hiện một số tổ chức khác như Edgbaston hay KWE BETEILIGUGEN.

Hầu hết các cổ đông tổ chức trước đây đều nắm giữ cổ phần DPM với mục đích đầu tư, do đó quyền và lợi ích của các cổ đông nhỏ lẻ cũng không bị ảnh hưởng từ sự thay đổi trong cơ cấu cổ đông lớn.

Ngày 16/8/2017, PVN đã thông báo chính thức sẽ thoái vốn thêm 9% khỏi DPM, tương ứng giảm từ 59,59% ở thời điểm hiện tại xuống còn **dưới 51%** (thậm chí có thể thoái vốn còn 30%) trong năm 2018. Mặc dù chưa có phương án tìm đối tác chuyển nhượng phần vốn này nhưng với nỗ lực và động thái gần đây của DPM như chuyển gộp gờ các quỹ ngoại ở Châu Âu và Mỹ của Ban Lãnh đạo DPM vào quý 2/2017 và ưu tiên chuyển nhượng của PVN cho các cổ đông chiến lược (Nhật Bản, Hàn Quốc,..) thì rất có thể những đối tác trong chiến lược hợp tác đầu tư nhà máy hóa chất sẽ là cổ đông mới của DPM.

Chúng tôi đánh giá đây là cơ hội tốt cho các nhà đầu tư nhỏ, bởi lẽ việc PVN duy trì nắm giữ tối thiểu 30-51% và mục đích của PVN nhắm đến hiệu quả đầu tư PVN sẽ bảo vệ DPM khỏi những hoạt động thâm tóm và chi phối nguồn khí đầu vào để ổn định sản xuất. Mặt khác, việc hợp tác với cổ đông chiến lược có kinh nghiệm trong lĩnh vực chuyên môn sẽ giúp DPM hạn chế được rủi ro xuất hiện những PVTex thứ 2 khi đầu tư vào các dự án mới.

## 5. Chuỗi giá trị sản xuất của DPM



Nguồn: FPT S Research

Hiện nay DPM có hai nhà máy chính bao gồm một nhà máy sản xuất phân urea và một nhà máy sản xuất phân NPK.

**Đối với nhà máy urea,** nguyên liệu khí được dẫn bằng đường ống đến trạm xử lý để khử tạp chất, sau đó được đưa trực tiếp đến xưởng tổng hợp, tạo thành 3 loại khí chính là N<sub>2</sub>, H<sub>2</sub> và CO<sub>2</sub>. Khí N<sub>2</sub> và H<sub>2</sub> sẽ được dẫn vào xưởng ammonia để tổng hợp ammonia (NH<sub>3</sub>), dung dịch này sau đó được dẫn đến xưởng urea để phản ứng với CO<sub>2</sub> và tạo thành urea. Ngoài ra, dung dịch NH<sub>3</sub> còn được dẫn đến nhà máy NPK để sản xuất phân NPK và bán cho các nhà máy hóa chất.

**Đối với nhà máy NPK,** nguyên liệu của nhà máy này bao gồm NH<sub>3</sub> của xưởng ammonia và các loại hóa chất như axit Sunfuric, axit Phosphoric cùng với phân đơn và phụ gia khác. Ban đầu, dung dịch ammonia và axit sẽ được đưa vào phản ứng học để tạo thành dung dịch amoniphosphate, dung dịch này nếu được cô đặc và tạo hạt sẽ tạo thành phân DAP hoặc MAP, nếu thêm kali sẽ tạo thành phân NPK. Tùy vào mục đích sản xuất mà nhà máy sẽ điều chỉnh nguyên liệu đầu vào hoặc quy trình sản xuất để tạo thành các loại phân NPK khác nhau cho các loại cây trồng khác nhau.

Chuỗi giá trị sản xuất urea của DPM đã gần như khép kín do đó khó tạo thêm giá trị gia tăng thêm nữa mà chủ yếu là vận hành an toàn, tiết kiệm nguyên nhiên liệu. Đối với chuỗi sản xuất phân NPK, công ty chỉ chủ động được nguồn cung  $\text{NH}_3$  và urea, còn các loại hóa chất  $\text{H}_3\text{PO}_4$ ,  $\text{H}_2\text{SO}_4$  công ty vẫn còn nhập khẩu.

## 6. Vị thế doanh nghiệp trong ngành phân bón Việt Nam

Mỗi năm DPM cung ứng ra thị trường khoảng 1,2 triệu tấn phân bón vô cơ các loại, trong đó phân urea chiếm hơn 800 ngàn tấn. Thị trường trong nước tiêu thụ khoảng 11 triệu tấn phân bón mỗi năm, trong đó khoảng 2,5 triệu tấn phân urea, thị phần toàn ngành của DPM chiếm khoảng 10,9% và riêng phân urea chiếm khoảng 34%, tính theo lượng tiêu thụ. Ở mức độ toàn ngành, thị phần của DPM lớn hơn tương đối so với doanh nghiệp có thị phần cao thứ 2 là LAS với 10% thị phần năm 2016 (tính theo lượng tiêu thụ). Như vậy với việc 2 doanh nghiệp đầu ngành là DPM và LAS chỉ mới chiếm hơn 20% thị phần cho thấy mức độ phân tán và cạnh tranh của ngành phân bón trong nước đang khá cao. Tuy nhiên với lợi thế về hệ thống phân phối mạnh và sản phẩm chất lượng sẽ tạo cho DPM nhiều lợi thế hơn so với các đối thủ trong ngành.

### So sánh một số chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp phân bón năm 2016, tỷ đồng

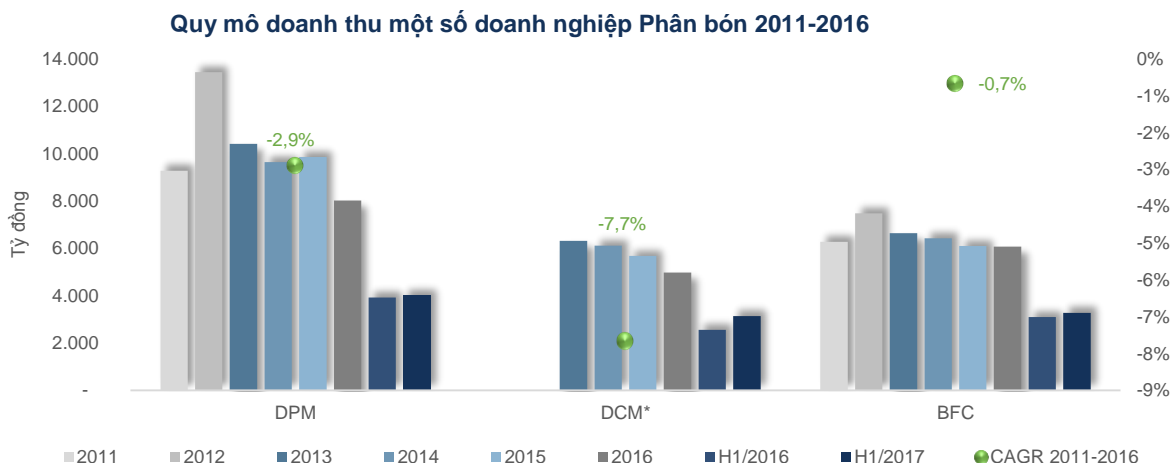
Sàn	Mã CP	Vốn hóa 8/1/2018	VCSH	Tổng TS	Doanh thu	LNST	Công suất NM Urea (tấn)	Công suất NM NPK (tấn)	Sản phẩm chính
HOSE	DPM	8.511	8.229	9.569	8.013	1.165	800.000	250.000	Urea hạt trong, NPK và các loại hóa chất
HOSE	DCM	7.596	5.850	12.967	4.917	624	800.000	300.000 (đang xây dựng)	Urea hạt đục, urea humate
HOSE	BFC	1.989	1.128	3.426	6.062	350		1.175.000	Phân hỗn hợp NPK, giống cây trồng và vật tư nông nghiệp khác
HNX	LAS	1.568	1.282	2.735	4.149	138		850.000	Phân hỗn hợp NPK, phân supe lân, phân lân nung chảy,...
HOSE	SFG	601	566	1.167	2.347	90		300.000	Phân hỗn hợp NPK, phân supe lân, phân bón lá Yogen, bao bì nông nghiệp
HOSE	QBS	477	828	2.235	4.496	13		100.000	Xuất nhập khẩu các loại phân bón và hóa chất

**Xét trên chỉ tiêu doanh thu, lợi nhuận và vốn hóa, DPM là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất ngành:** Ở mảng phân urea doanh nghiệp cạnh tranh với DPM ở dòng sản phẩm này chính là DCM, xét về quy mô nhà máy và sản lượng hàng năm hai doanh nghiệp này không chênh lệch nhau nhiều, do đó thị phần tính theo lượng tiêu thụ phân urea tự sản xuất của hai công ty cũng tương đương nhau ở mức 33-34% cho mỗi doanh nghiệp vào năm 2016. Ở dòng sản phẩm này, DPM tỏ ra có ưu thế hơn đối thủ khi công ty có hệ thống phân phối mạnh hơn, sản phẩm urea hạt trong tan nhanh nên phù hợp với đặc điểm canh tác lúa ngắn ngày tại Việt Nam, giá bán của urea Phú Mỹ thường cao hơn khoảng 3-5% so với urea Cà Mau, do đó doanh thu riêng mảng urea năm 2016 của DPM cũng cao hơn so với DCM, 5.039 tỷ so với 4.469 tỷ.

Trong thời gian tới, khi nhà máy phân NPK chất lượng cao đi vào vận hành thương mại DPM sẽ lấn sang dòng sản phẩm phân NPK cạnh tranh thêm với những đối thủ khác trong mảng sản phẩm này, điển hình như BFC - doanh nghiệp đầu nhóm phân NPK có doanh thu, công suất nhà máy lớn nhất cùng độ phủ rộng khắp. Với hơn 40 năm hoạt động, sản phẩm của BFC đã gần bó với nông dân Việt Nam từ những ngày đầu đất nước được thống nhất, uy tín và thương hiệu BFC được đánh giá rất cao.

Tuy nhiên chúng tôi cho rằng DPM sở hữu những điểm mạnh có thể xâm nhập vào mảng phân NPK như: công nghệ sản xuất của DPM hiện đại hơn các đối thủ do đó chất lượng sản phẩm cao hơn. Trong thời gian qua, DPM đã phân phối phân bón NPK nhập khẩu dưới thương hiệu của DPM do đó sản phẩm phân NPK mới được sản xuất sẽ không lạ lẫm với nông dân. Bên cạnh đó, thương hiệu và hệ thống phân phối mạnh sẽ là những cơ sở để tin tưởng vào thành công của DPM dòng sản phẩm này.



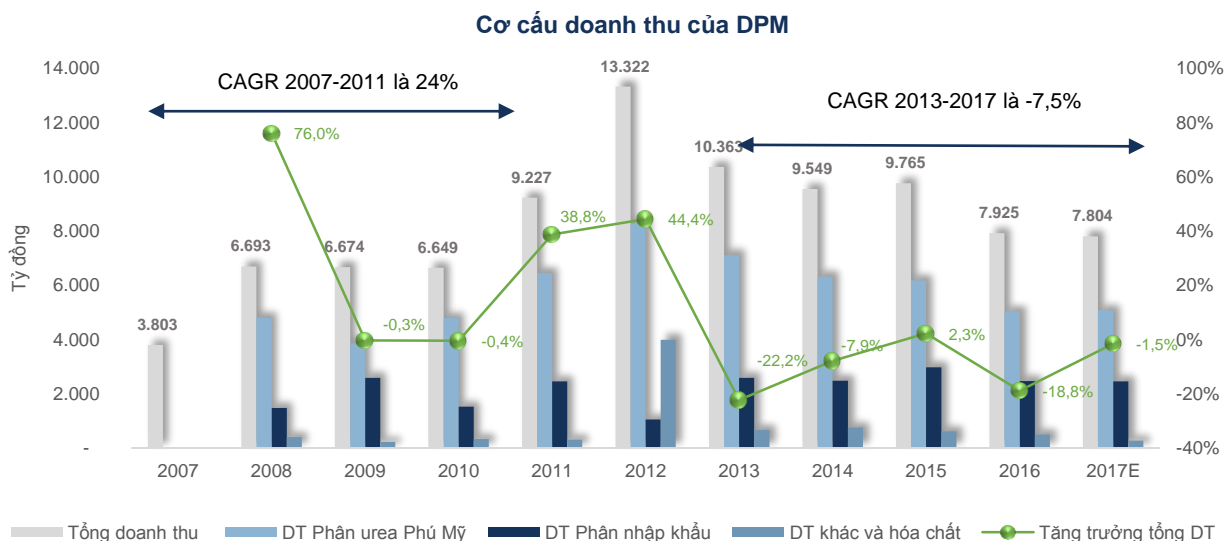


Nguồn: BCTC, FPTC tổng hợp

Quy mô doanh thu của các doanh nghiệp phân bón lớn và tương đồng với DPM đều giảm trong thời gian qua, nhưng các doanh nghiệp sản xuất phân đơn (DPM, DCM) giảm mạnh hơn do giá phân đơn giảm nhiều hơn giá phân hỗn hợp (BFC). Doanh thu của DPM bị sụt giảm với tốc độ CAGR từ năm 2011-2016 là -2,9%/năm, ở cùng giai đoạn này CAGR của BFC cũng suy giảm, ở mức -0,7%/năm. Trong khi đó DCM trong giai đoạn 3 năm 2013-2016 doanh thu của DCM cũng giảm với CAGR là -7,7%/năm. Đây là xu hướng chung của tất cả các doanh nghiệp và chúng tôi dự báo trong thời gian tới doanh thu của các doanh nghiệp trên sẽ được hưởng lợi từ triển vọng giá phân bón tăng. Tuy nhiên DPM sẽ có mức tăng cao hơn các doanh nghiệp còn lại do ngoài việc hưởng lợi từ giá phân urea được dự báo tăng, DPM còn có động lực tăng trưởng doanh thu từ dự án NPK mới với quy mô lớn.

## II. TÌNH HÌNH KINH DOANH, TÀI CHÍNH

### 1. Doanh thu



Nguồn: BCTC, FPTC Research

Doanh thu DPM khá biến động trong lịch sử, giai đoạn 2007-2011 tổng doanh thu tăng với tốc độ CAGR khoảng 24%/năm. Đỉnh điểm doanh thu của DPM là 13.322 tỷ vào năm 2012 (trong đó bao gồm 3.535 tỷ doanh thu bán hộ sản phẩm DCM). Tuy nhiên sau đó doanh thu lại tăng trưởng âm hoặc dương rất bé, giai đoạn 2013-2017 tổng doanh thu tăng trưởng với CAGR là -7,5%. Nguyên nhân gây nên biến động trên do thay đổi trong doanh thu của các mảng thành phần:

**Đối với doanh thu mảng phân urea:** giai đoạn trước năm 2012 doanh thu từ phân urea Phú Mỹ liên tục tăng do nguồn cung trong nước khan hiếm, do đó giá phân bón urea tăng cao. Ngoài ra vào năm 2010, DPM đã đầu tư nâng cấp nhà máy urea Phú Mỹ từ 740.000 tấn/năm lên 800.000 tấn/năm và ngay sau khi hoàn thành việc nâng cấp nhà máy đã nhanh chóng vận hành hết công

suất, thậm chí vượt công suất thiết kế, điều đó tạo động lực tăng doanh thu urea Phú Mỹ trong giai đoạn trên.

Nhưng từ năm 2013 đến năm 2016, giá phân urea đã giảm mạnh từ mức hơn 12.000 đồng/kg xuống chỉ còn 6.200 đồng/kg khiến doanh thu mảng urea của DPM liên tục giảm và đến năm 2016 chỉ đạt 5.039 tỷ, giảm 18% so với năm 2015 và 40% so với năm 2012.

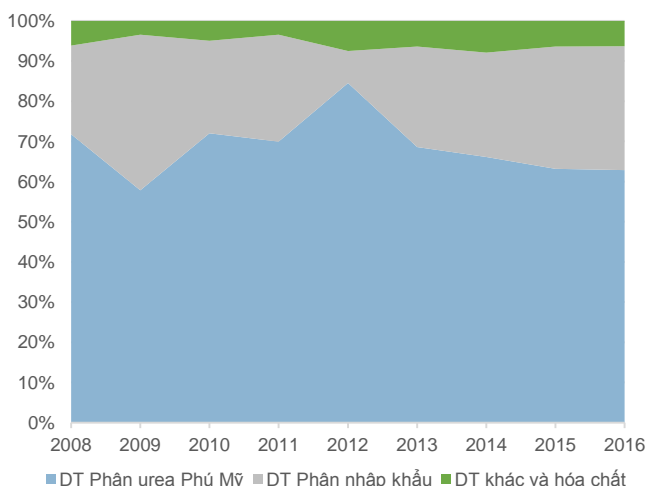
**Doanh thu từ sản phẩm nhập khẩu:** Giai đoạn trước năm 2012 doanh thu mảng này tăng trưởng khá tốt với CAGR giai đoạn 2008-2011 là 18%/năm, suy giảm vào năm 2012 do DPM dồn nguồn lực để phân phối urea Cà Mau. Từ năm 2013 đến nay, doanh thu mảng phân phối phân nhập khẩu không biến động nhiều mặc dù lượng tiêu thụ đang tăng dần nhưng giá phân bón lại bị suy giảm.

**Doanh thu khác (phân phối urea Cà Mau và hóa chất):** Năm 2012, DPM nhận bao tiêu toàn bộ sản lượng phân urea của nhà máy Đạm Cà Mau và tạo ra 3.535 tỷ doanh thu, doanh thu khác ở năm này tăng vọt khiến tổng doanh thu tăng đột biến. Tuy nhiên từ năm 2013, DCM đã tự phân phối sản phẩm của mình, DPM chỉ còn phân phối với số lượng nhỏ, do đó doanh thu mảng này của DPM cũng suy giảm dần làm tổng doanh thu giảm theo, đến năm 2016 doanh thu phân phối urea Cà Mau chỉ còn 35 tỷ.

Năm 2017, DPM đặt kế hoạch tổng doanh thu 7.743 tỷ, - 2,2% yoy. Trong 9T/2017, tổng doanh thu DPM đã đạt 6.066 tỷ, tăng 10% so với cùng kỳ và bằng 78,3% kế hoạch năm. Với việc dự phóng doanh thu thuần đạt 7.804 tỷ nên chúng tôi đánh giá DPM sẽ đạt kế hoạch doanh thu năm 2017.

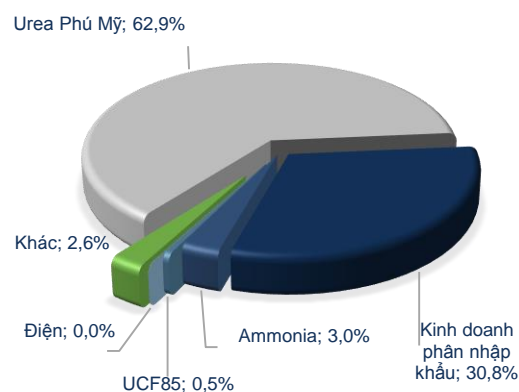
### 1.1 Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm

**Cơ cấu doanh thu đã loại trừ phần đột biến do bán hệ DCM năm 2012**



Nguồn: BCTC, FPTs Research

**Cơ cấu doanh thu DPM năm 2016**



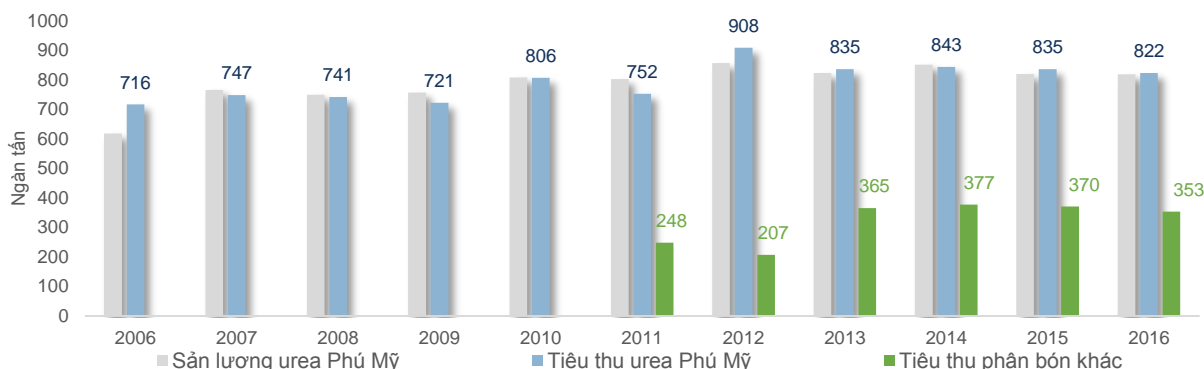
Nguồn: BCTC, FPTs Research

**Đối với mảng phân urea tự sản xuất:** Đây là sản phẩm đóng góp nhiều nhất vào doanh thu của DPM với tỷ trọng khoảng 63% vào năm 2016. Trong khoảng 4 năm trở lại đây, đóng góp từ sản phẩm này vào tổng doanh thu của DPM đã giảm nhẹ do xu hướng giá phân urea giảm, mặc dù lượng tiêu thụ vẫn ổn định ở mức bình quân khoảng 820.000 tấn/năm, tương ứng với khoảng 104% công suất nhà máy.

Đặc điểm tạo nên sự khác biệt của sản phẩm phân urea Phú Mỹ là mức độ tan nhanh, cho hiệu quả nhanh chóng và được bà con nông dân ưa chuộng vì đặc tính trên phù hợp với đặc điểm trồng lúa ngắn ngày tại Việt Nam. Tuy nhiên sản phẩm này sẽ phải cạnh tranh gay gắt với các loại phân bón khác như urea hạt đục Cà Mau và một số loại phân urea khác được bọc ngoài bởi các hóa chất làm chậm tan, tăng thời gian hấp thu chất dinh dưỡng của cây và thân thiện với môi trường hơn. Tuy nhiên với tốc độ thay đổi chậm trong tư duy sản xuất nông nghiệp ở nước ta như hiện nay, cùng với thực tế là nền sản xuất nông nghiệp ở nước ta có quy mô nhỏ (các cánh đồng mẫu nhỏ, sản xuất không đồng bộ sẽ làm cho việc giữ nước lâu ngày trên các cánh đồng rất khó khăn, do đó nông dân vẫn ưa thích phân urea

tan nhanh hơn) thì rủi ro từ những sản phẩm thay thế này tác động lên Urea Phú Mỹ là không cao trong 5 năm nữa.

**Sản lượng và lượng tiêu thụ phân bón DPM**



Nguồn: BCTN, FPTs Research

*Chú thích: Trước năm 2011 DPM cũng có phân phối các loại phân bón khác*

*Lượng tiêu thụ phân bón khác vào các năm 2011, 2012 và 2013 được tính toán từ tổng lượng tiêu thụ trừ đi lượng tiêu thụ phân urea Phú Mỹ.*

*Lượng tiêu thụ trên chưa tính đến sản phẩm hóa chất và lượng phân phối phân urea Cà Mau*

**Đối với mảng phân phối các loại phân bón khác:** Hoạt động này chủ yếu được thực hiện tại các công ty con, bao gồm các sản phẩm như phân DAP, phân kali, phân NPK được nhập khẩu chủ yếu từ Châu Âu và phân phối dưới thương hiệu và bao bì DPM. Hoạt động phân phối hàng năm mang lại cho DPM từ 2.500-3.000 tỷ doanh thu, tương ứng với lượng cung ứng ra thị trường hơn 350 ngàn tấn. Trong khoảng 5 năm trở lại đây doanh thu từ mảng này khá ổn định dù lượng tiêu thụ lại có xu hướng tăng do giá bán của hầu hết các loại phân đều giảm.

Hoạt động kinh doanh phân bón nhập khẩu mang lại cho DPM rất nhiều lợi thế vô hình. *Thứ nhất*, khả năng nhận diện thương hiệu của DPM tăng lên khi tăng độ phủ thị trường. *Thứ hai*, những loại phân bón đơn thường được sử dụng bổ sung cho nhau vì vậy khi một nhóm sản phẩm đã khẳng định được thương hiệu của mình, thì những sản phẩm khác mang thương hiệu DPM sẽ dễ dàng được thị trường tin tưởng hơn và do đó chi phí quảng cáo, tiếp thị tính trên mỗi đơn vị sản phẩm sẽ giảm xuống. *Và cuối cùng* là tạo tiền đề để DPM tung ra thị trường những sản phẩm mới do công ty tự sản xuất (biên lợi nhuận gộp cao hơn) nhanh chóng hòa nhập với thị trường.

**Đối với mảng hàng hóa sản xuất trong nước khác:** Doanh thu mảng này đến từ hoạt động kinh doanh một số sản phẩm như dung dịch ammoniac, dung dịch UFC85, điện, CO<sub>2</sub> và phân phối sản phẩm urea Cà Mau. Năm 2012 doanh thu mảng này tăng vọt lên 3.990 tỷ so với mức 315 tỷ của năm 2011. Tuy nhiên từ năm 2013 trở đi thì doanh thu ở mảng này cũng ngày càng giảm khi DPM giảm dần việc phân phối phân urea cho DCM và chúng tôi dự báo trong thời gian tới DPM sẽ dần từ bỏ hoàn toàn việc phân phối phân urea Cà Mau.

Doanh thu mảng hóa chất trước đây chủ yếu đóng góp từ hai loại hóa chất chính là Ammonia (NH<sub>3</sub>) và UFC85. Ammonia là sản phẩm được sản xuất từ xưởng ammonia của nhà máy sản xuất urea, do công suất xưởng ammonia lớn hơn nhu cầu dùng để sản xuất urea nên phần NH<sub>3</sub> dư thừa sẽ được DPM bán cho khách hàng lĩnh vực hóa chất. Từ năm 2016, DPM đã đưa vào vận hành nhà máy hóa chất UFC85, đây là hóa chất quan trọng dùng trong các nhà máy urea với tổng mức đầu tư hơn 400 tỷ và công suất 15.000 tấn/năm, lượng tiêu thụ năm đầu tiên đạt 4,7 ngàn tấn, tương đương 31% công suất nhà máy.

**Lượng tiêu thụ và doanh thu mảng hóa chất**

	2014		2015		2016	
	Tiêu thụ (tấn)	Doanh thu (tỷ đồng)	Tiêu thụ (tấn)	Doanh thu (tỷ đồng)	Tiêu thụ (tấn)	Doanh thu (tỷ đồng)
Ammonia	13.990	181	25.700	271	33.294	237
UFC85	-	-	-	-	4.745	41
Hóa chất khác	3.035	148	4.656	193	2.084	144
<b>Tổng cộng</b>	<b>17.043</b>	<b>329</b>	<b>30.356</b>	<b>464</b>	<b>40.132</b>	<b>422</b>

Nguồn: DPM, FPTs Research

Lượng tiêu thụ hóa chất liên tục tăng trong 3 năm trở lại đây, từ mức khoảng 17 ngàn tấn năm 2014 lên hơn 40 ngàn tấn năm 2016. Tương ứng doanh thu cũng tăng từ 329 tỷ lên 422 tỷ. Trong 9T/2017, lượng tiêu thụ hóa chất giảm và chỉ đạt 23 ngàn tấn với doanh thu 277 tỷ do trong năm 2017 nhà máy urea Phú Mỹ bảo trì định kỳ và công ty phải tích trữ ammonia để chạy thử nhà máy NPK, nên lượng kinh doanh ammonia giảm. Ngoài ra, do tình hình hoạt động khó khăn của các nhà máy Hà Bắc và Ninh Bình cùng với nhà máy Cà Mau bảo trì nên lượng tiêu thụ UFC85 trong nước cũng giảm theo.

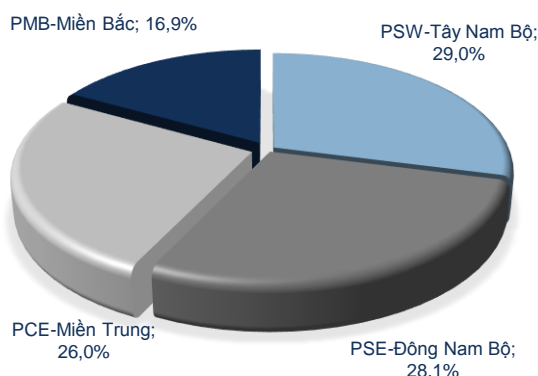
### 1.2. Doanh thu theo thị trường

Doanh thu của DPM chủ yếu được thực hiện trên lãnh thổ Việt Nam, hoạt động xuất khẩu chiếm tỷ trọng rất ít, năm 2015 là 165 tỷ trong khi năm 2016 chỉ vón vện 30 tỷ, tương ứng với khoảng 0,37% tổng doanh thu 2016. Theo chia sẻ của DPM, do hoạt động xuất khẩu có mức lợi nhuận thấp hơn nên công ty đã không tập trung đẩy mạnh trong những năm qua.

Năm 2016, 98,2% doanh thu của DPM đến từ các công ty con, tỉ lệ còn lại đến từ việc kinh doanh hóa chất và điện của công ty mẹ. Khu vực Tây Nam Bộ là thị trường đóng góp nhiều doanh thu nhất cho DPM với tỷ trọng 29% do khu vực này diện tích trồng lúa lớn nhất cả nước (lúa là loại cây trồng tiêu thụ nhiều phân bón nhất cả nước với tỷ trọng khoảng 65%).

Trong thời gian tới, DPM sẽ tung ra thị trường sản phẩm phân NPK chất lượng cao với thị trường mục tiêu là khu vực Tây Nguyên và Miền Trung, những nơi tập trung các loại cây công nghiệp có giá trị cao như cà phê, hồ tiêu,... và do đó tỷ trọng đóng góp vào doanh thu của hai khu vực này dự báo sẽ tăng.

**Doanh thu theo vùng miền 2016**



Nguồn: BCTC của các công ty con, FPTS Research

**Cơ cấu thị phần theo lượng tiêu thụ**

Thị phần theo thị trường của DPM năm 2015	
Thị trường	Thị phần
Đông Nam Bộ	75%
Tây Nam Bộ	35%
Miền Trung	35%
Miền Bắc	25%

Thị phần toàn ngành phân urea năm 2016	
Công ty	Thị phần
DPM	34%
DCM	32%
Hà Bắc+Ninh Bình	16%
Nhập khẩu	18%

Nguồn: FPTS Research

Việc không phụ thuộc vào một thị trường giúp DPM hạn chế được rủi ro suy giảm tiêu thụ do nhu cầu tiêu thụ phân bón chịu ảnh hưởng bởi điều kiện thời tiết. Ở nước ta nếu như khu vực phía Bắc và miền Trung thường chịu ảnh hưởng bởi mưa bão, Tây Nguyên chịu ảnh hưởng từ hạn hán thì Nam Bộ thường xuyên bị ngập mặn và lũ. Tuy nhiên các hiện tượng thiên tai này ít xảy ra đồng thời, nếu trong năm mưa nhiều sẽ làm tăng lượng nước trong nội địa và do đó hạn chế xâm nhập mặn, và ngược lại.

Xét riêng mảng phân urea, năm 2016 DPM chiếm khoảng 34% thị phần tiêu thụ phân urea cả nước, đối thủ cạnh tranh xếp thứ 2 là DCM ở mức 32%. Với việc nhu cầu tiêu thụ phân urea của nước ta đã gần như bão hòa cùng với thực tế các nhà máy urea phía Bắc đang vận hành khó khăn, chúng tôi đánh giá thị phần phân urea Phú Mỹ sẽ khó tăng, nhưng cũng sẽ không bị suy giảm do DPM có nhiều lợi thế hơn đối thủ như hệ thống phân phối mạnh và ổn định.

### 1.3. Khách hàng

Đầu ra của phân bón là sản xuất nông nghiệp, do đó người tiêu dùng cuối cùng tiêu thụ sản phẩm của DPM là các hộ nông dân hoặc các hợp tác xã. Do đặc điểm người tiêu thụ này phân tán và sản xuất nông nghiệp Việt Nam chủ yếu là quy mô nhỏ, do đó để tiết kiệm, DPM tránh sử dụng kênh phân phối cửa hàng trực thuộc mà nhường lại cho các đại lý là các hộ gia đình đảm nhận, vì vậy các khách hàng chính của DPM là các đại lý cấp 1, cấp 2 hoặc các công ty quy mô nhỏ cỤ thể:

Công ty con	PMB	PCE	PSE	PSW
Số cửa hàng	2	2	4	2
Số đại lý cấp 1	30	16	19	15
Số đại lý cấp 2	850	750	600	800

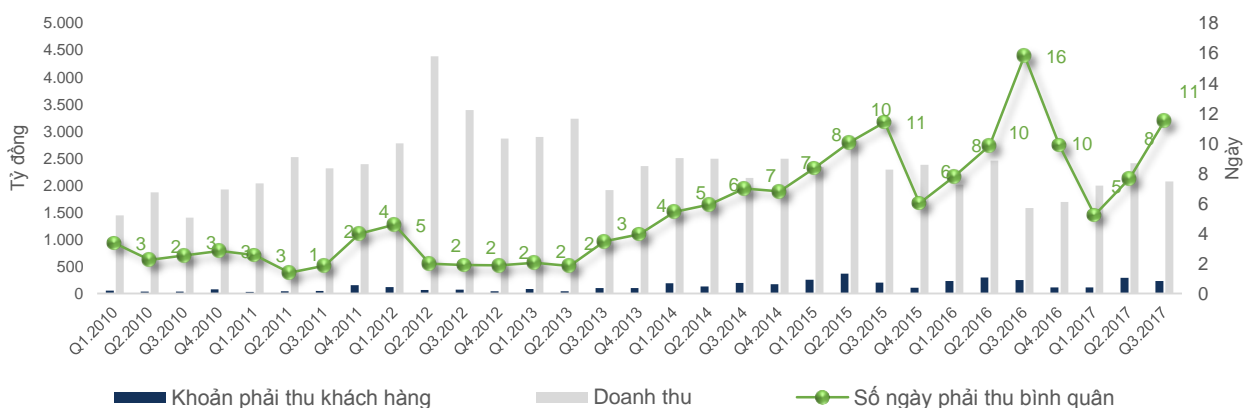
Nguồn: DPM

Khách hàng của DPM chủ yếu có quy mô nhỏ nên DPM có sức mạnh đáng kể đến họ khi số ngày phải thu duy trì ở mức khoảng 8-10 ngày trong suốt 3 năm gần đây, trong khi trung bình ngành đến khoảng 30-40 ngày. Mặc dù xu hướng số ngày phải thu đang tăng dần lên nhưng không đáng lo ngại bởi lẽ DPM đang mở rộng phân phối những dòng sản phẩm nhập khẩu cũng như giới thiệu sản phẩm NPK chất lượng cao đến với đại lý, do đó chính sách bán hàng đã được nới lỏng hơn.

Khoản phải thu của DPM thường tăng cao vào quý 3 do vào thời điểm này nhu cầu tiêu thụ phân bón thấp, ứ đọng sản phẩm vì lũ tràn về khu vực ĐBSCL ảnh hưởng đến việc sản xuất nông nghiệp, trong khi các khu vực khác cũng vào mùa thu hoạch nông sản.

Trong thời tới chúng tôi dự phóng số ngày phải thu bình quân vẫn duy trì bằng với mức trung bình 3 năm gần đây do DPM đã khá hoàn thiện việc mở rộng hệ thống phân phối và tiếp thị sản phẩm.

**Khoản phải thu theo quý và số ngày phải thu khá thấp**



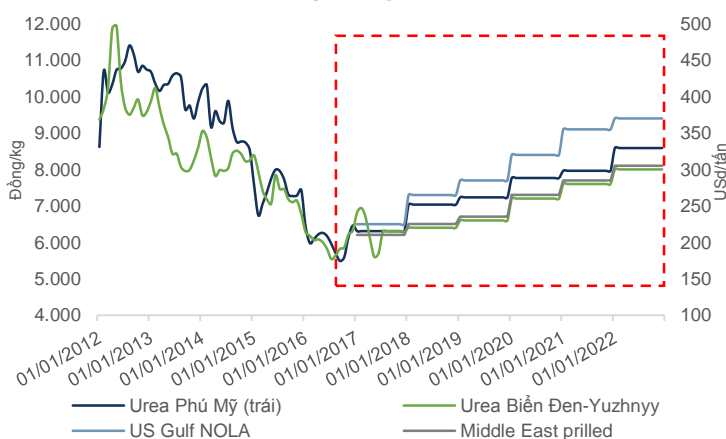
Nguồn: BCTC, FPT Research

#### 1.4. Triển vọng tăng trưởng doanh thu

Đối với một doanh nghiệp có doanh thu suy giảm liên tục trong 5 năm qua thì câu hỏi chần chẫn được quan tâm nhất là trong năm sau và 5 năm nữa doanh thu của DPM sẽ tăng trưởng hay không? Theo quan điểm của chúng tôi, doanh thu năm 2016 là đáy trong giai đoạn phân tích và dự phóng của chúng tôi từ 2012 đến 2022. Nhận định của chúng tôi dựa trên 3 cơ sở: (1) giá phân bón sẽ phục hồi và (2) lượng tiêu thụ từ nhà máy NPK và (3) tăng trưởng từ mảng hóa chất.

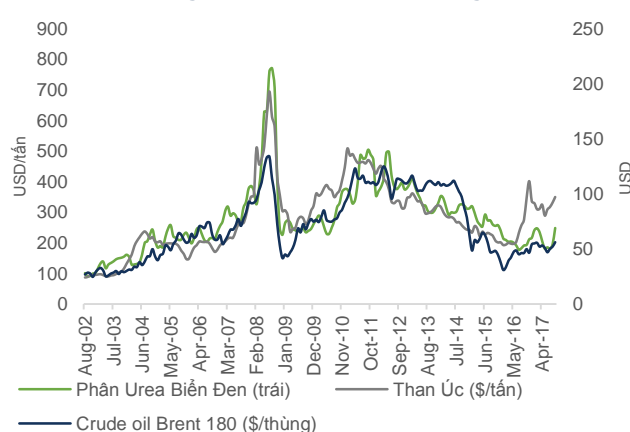
##### (1) Giá phân urea phục hồi

**Diễn biến và dự báo giá phân urea**



Nguồn: Index Mundi, Ferretcon T6/2017, FPT Research

**Diễn biến giá than, khí và urea trong quá khứ**



Nguồn: Index Mundi, FPT Research

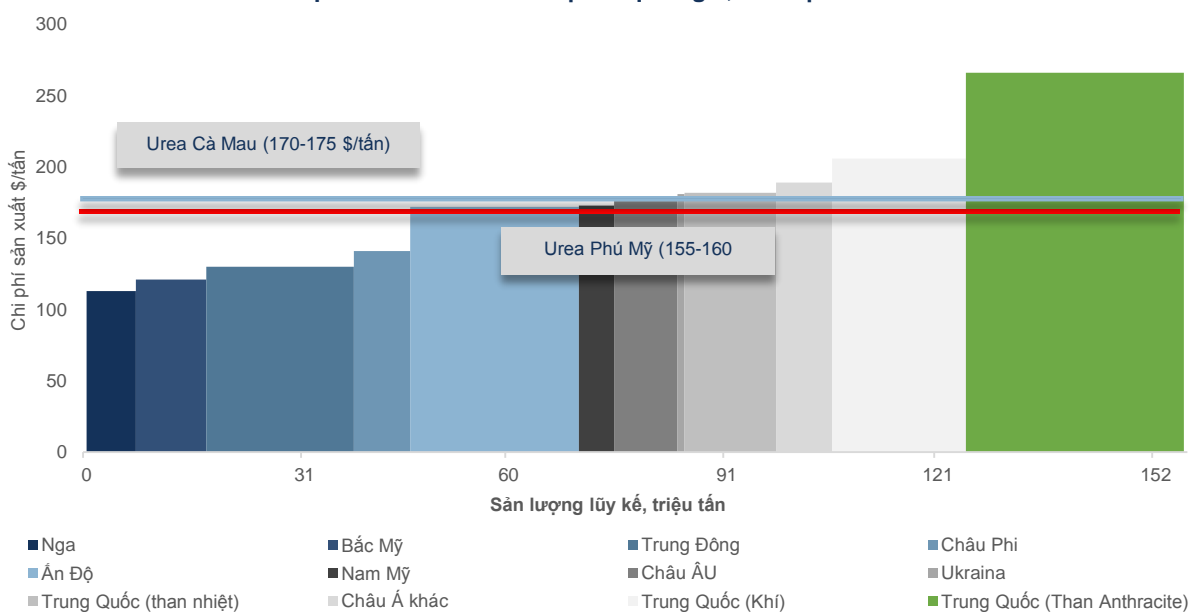


Ngành phân bón urea Việt Nam và thế giới có mối quan hệ rất mật thiết với nhau, đặc biệt là về giá cả (tham khảo thêm báo cáo **Ngành Phân bón vô cơ 2017-FPTS** [tại đây](#) để hiểu rõ hơn).

**Giá than đá ảnh hưởng mạnh đến giá phân urea thế giới:** Trong 5 năm trở lại đây, 2013-2017, thị trường urea thế giới liên tục ở trong trạng thái dư cung, cùng với đặc điểm phân urea được sản xuất từ khoáng sản (than, dầu hoặc khí) nên giá những nguyên liệu này tác động rất lớn đến giá thành sản xuất phân urea thế giới. Do đó khi giá than, giá dầu và khí liên tục giảm trong hơn 5 năm qua đã làm cho giá phân urea giảm theo. So với giá khí, giá than có mức độ tác động lên giá urea cao hơn do hơn 40% sản lượng urea toàn cầu được sản xuất ở Trung Quốc và chủ yếu từ than. Giá khí cũng tác động đến giá urea nhưng vì chính sách giá bán khí có sự khác nhau giữa các khu vực nên mức độ tác động lên giá urea không rõ ràng như giá than.

Từ nửa cuối năm 2016 đến nay, tác động của giá than lên giá urea khá rõ ràng. Điển hình, từ tháng 7/2016 đến tháng 11/2016 khi giá than tăng từ 62\$/tấn lên 100\$/tấn do nguồn cung thiếu hụt đã đẩy giá urea tăng theo từ 177\$/tấn lên 211\$/tấn. Khi các mỏ than ở Trung Quốc quay lại hoạt động cùng chính sách nới lỏng số ngày khai thác từ 267 lên 330 ngày của Trung Quốc đã khiến nguồn cung than đá tăng lên làm cho giá than hạ nhiệt và giá urea cũng giảm. Đến giữa năm 2017, giá than tiếp tục tăng do nhu cầu ở Trung Quốc tăng mạnh từ các nhà máy nhiệt điện trong khi nguồn cung bị siết chặt đã khiến giá urea tăng theo.

**Chi phí sản xuất urea ở một số quốc gia, khu vực năm 2016**



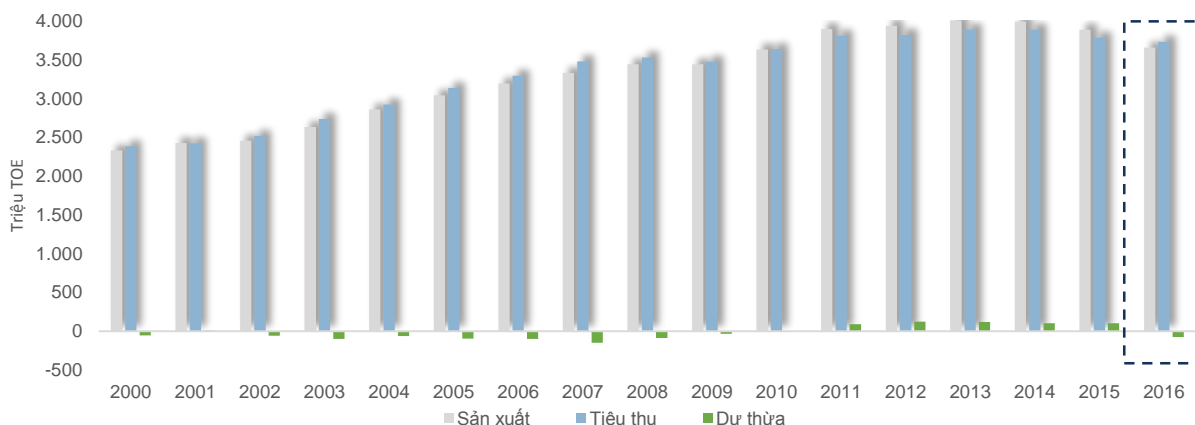
Nguồn: Fertercon, FPTS Research

**Chi phí sản xuất tăng cao tác động tích cực đến giá phân urea:** Theo Fertecon, chi phí sản xuất urea sẽ ảnh hưởng rất lớn đến giá urea thế giới trong thời gian tới do khi giá thành sản xuất cao hơn giá urea hiện tại sẽ khiến các nhà máy urea có chi phí sản xuất cao, điển hình như ở Trung Quốc sẽ tạm dừng sản xuất và giảm nguồn cung để kéo giá urea tăng trở lại.

Trung Quốc là quốc gia có chi phí sản xuất urea cao nhất thế giới, năm 2016 chi phí sản xuất urea từ than Anthracite ở Trung Quốc là 260\$/tấn trong khi chi phí sản xuất urea từ khí ở Mỹ chỉ khoảng 120\$/tấn. Do đó Worldbank và Fertecon đều dự báo giá than sẽ tăng trong thời gian tới, đẩy chi phí sản xuất ở Trung Quốc tăng lên, các công ty này buộc phải đẩy giá bán lên hoặc dừng sản xuất làm suy giảm nguồn cung và quay lại tác động tích cực lên giá phân urea.

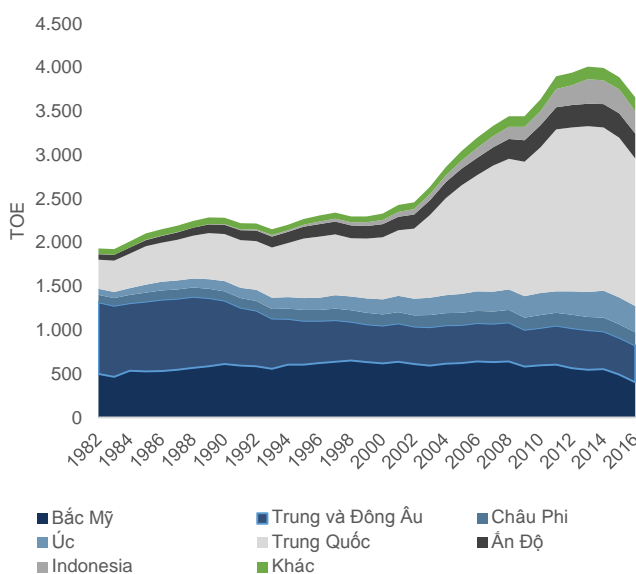
Ngoài ra để cắt giảm khí thải ô nhiễm môi trường, Trung Quốc đã khuyến khích người dân chuyển sang sử dụng khí thiên nhiên, điều này sẽ tạo áp lực lên nguồn nguyên liệu khí đối với các nhà máy sản xuất urea từ khí và ảnh hưởng đến sản lượng urea Trung Quốc-quốc gia xuất khẩu urea nhiều nhất vào nước ta.

### Cung cầu than đá thế giới

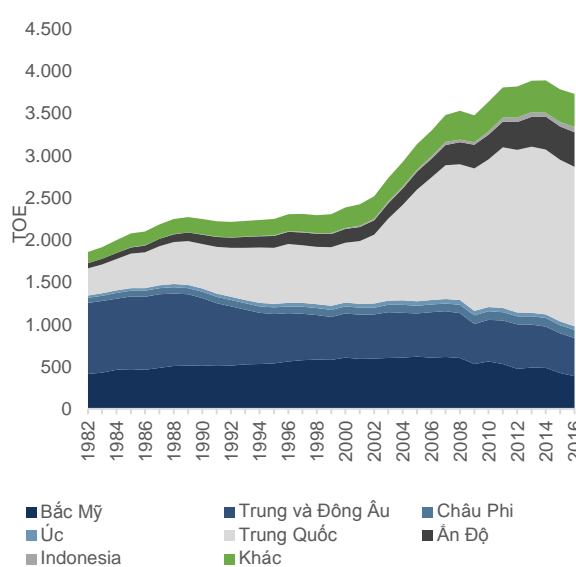


Nguồn: BP, FPTTS Research

### Sản lượng than theo khu vực



### Tiêu thụ than theo khu vực



Nguồn: BP, FPTTS Research

Trong giai đoạn 2011-2016 thế giới luôn trong tình trạng dư cung than đá do nhu cầu tiêu thụ than ở Trung Quốc giảm khi nền kinh tế nước này tăng trưởng chậm lại. Tuy nhiên với việc sản lượng của Trung Quốc đã giảm khá mạnh trong khi nhu cầu giảm với tốc độ thấp hơn đã làm giảm tình trạng dư cung than đá, thậm chí trong năm 2016 còn thiếu hụt nguồn cung.

Trong những năm gần đây và thời gian tới với việc Trung Quốc đã và đang có những hành động mạnh mẽ như đóng cửa các mỏ than không đủ tiêu chuẩn hoặc sản xuất than bẩn đã khiến sản lượng than đá ở quốc gia này sẽ tiếp tục giảm. Ở chiều ngược lại, mặc dù công ty năng lượng toàn cầu Bristish Petroleum (BP) dự báo nhu cầu sử dụng than của Quốc sẽ giảm mỗi năm khoảng 1,1% nhưng đó là các loại than bẩn, thải ra nhiều chất gây ô nhiễm, còn nhu cầu than sạch vẫn sẽ duy trì, đặc biệt là các nhà máy nhiệt điện than sử dụng than bẩn trước đây sẽ được xây dựng lại và chuyển sang sử dụng than sạch, điển hình như than Anthracite. Và có một thực tế là ở Trung Quốc than Anthracite là loại than được sử dụng phổ biến để sản xuất urea, do đó chúng tôi cho rằng gia tăng nhu cầu than Anthracite sẽ hỗ trợ tích cực đến giá loại than này. Fertecon dự báo giá than Anthracite của Trung Quốc sẽ tăng trung bình khoảng 8%/năm và đẩy giá urea Trung Quốc tăng khoảng 5%/năm trong 5 năm tới.

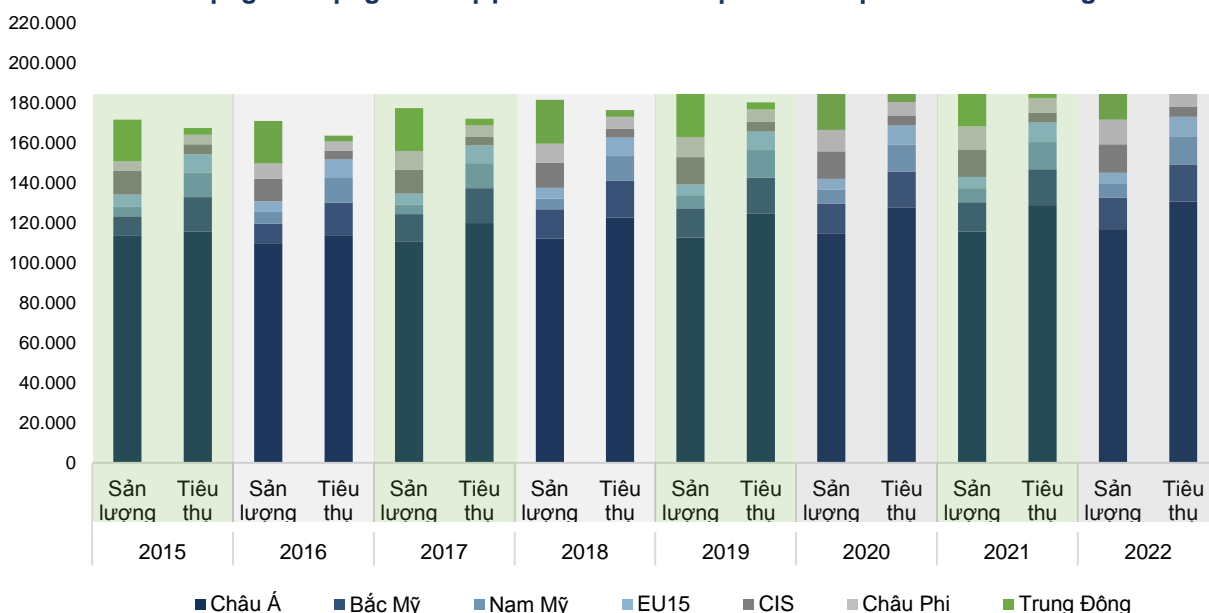
Ngoài ra, theo dự báo của EIA, nhu cầu tiêu thụ than của Ấn Độ sẽ tăng với tốc độ khoảng 2,6%/năm nên mặc dù nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc có bị suy giảm nhưng lượng tiêu thụ tăng thêm từ Ấn Độ sẽ bù đắp khoảng trống đó và nhu cầu tiêu thụ than toàn cầu không bị suy giảm. Một dự báo ủng hộ cho việc tăng giá than nữa là đối với khu vực châu Á, trong giai đoạn 2015-2025 được OECD/IEA dự

báo sẽ tiếp tục tăng tỷ trọng nhiệt điện than từ 32% lên khoảng 50%, công suất các nhà máy nhiệt điện than sẽ tăng 5,4%/năm.

Chúng tôi cho rằng trong trường hợp giá than duy trì cao hoặc tiếp tục tăng DPM sẽ được hưởng lợi kép vì: (1) giá urea thế giới tăng sẽ khiến giá urea nội địa tăng theo và (2) khi giá than cao chi phí sản xuất của hai doanh nghiệp Đạm Hà Bắc và Ninh Bình sẽ tăng lên do hai doanh nghiệp này sử dụng nguyên liệu than đầu vào, giảm lợi thế cạnh tranh và trong trường hợp xấu nhất như cuối năm 2016 là 2 doanh nghiệp này phải dừng sản xuất, làm giảm nguồn cung urea nội địa và tiếp tục tác động tích cực lên urea trong nước.

Một yếu tố nữa góp phần cải thiện giá urea thế giới là tình trạng cung vượt cầu được dự báo sẽ giảm. Fertecon dự báo nhu cầu tiêu thụ urea toàn cầu sẽ tăng với tốc độ khoảng 2,05%/năm đến năm 2022, trong khi công suất các nhà máy chỉ tăng với 1,3%/năm và hiệu suất vận hành nhà máy ổn định ở mức 80%. Đặc biệt sản lượng của Trung Quốc sẽ giảm khá mạnh do đóng cửa những nhà máy kém hiệu quả trong khi nhu cầu tiêu thụ của quốc gia này vẫn đang rất cao. Fertecon dự báo trong thời gian tới lượng xuất khẩu urea của Trung Quốc sẽ dưới 5 triệu tấn, rất khiêm tốn so với con số 14 triệu tấn vào năm 2015.

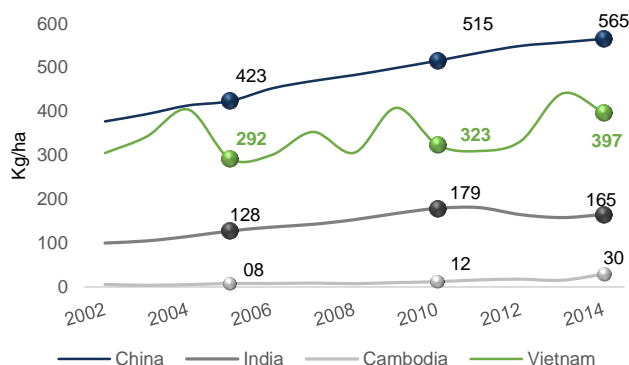
### Sản lượng và lượng tiêu thụ phân urea theo một số khu vực chính trên thế giới



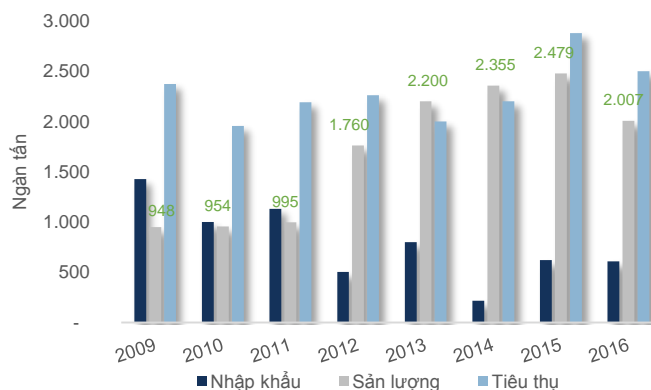
Nguồn: Fertecon, FPTs Research

Triển vọng tăng trưởng doanh thu urea Phú Mỹ ngoài việc phụ thuộc vào giá còn phụ thuộc lượng tiêu thụ. Hiện nay tiêu thụ phân bón trên mỗi hecta đất canh tác ở nước ta đang ở mức khá cao so với các nước lân cận như Thái Lan và Campuchia, tuy nhiên nếu so với Trung Quốc thì Việt Nam vẫn thấp hơn nhiều. Lượng tiêu thụ phân bón trên mỗi hecta đất canh tác vào năm 2014 ở Việt Nam là 397 Kg/ha trong khi ở Trung Quốc, Thái Lan và Campuchia lần lượt là 565, 165 và 29 kg/ha (như biểu đồ phía dưới). Tuy nhiên lượng tiêu thụ phân bón ở nước ta tăng do tăng hệ số sử dụng đất, những năm 2011-2013 hệ số sử dụng đất trồng lúa ở nước ta khoảng 1,67, đến năm 2016 đã tăng lên 1,97, trong khi ở Campuchia chỉ khoảng 1 lần do mỗi năm nước này chỉ canh tác 1 vụ lúa, ít hơn nhiều so với 3 vụ/năm ở nước ta.

Năm 2016 nước ta tiêu thụ khoảng 11 triệu tấn phân bón và diện tích đất nông nghiệp vào khoảng 27 triệu ha, tương ứng khoảng 407kg/ha, tăng 2,5% so với năm 2014. Lượng tiêu thụ trên mỗi hecta đất canh tác vẫn tăng và diện tích đất nông nghiệp đã được Quốc Hội phê duyệt cho năm 2020 vẫn duy trì ở mức 27 triệu ha. Điều này cho thấy triển vọng tiêu thụ phân bón ở nước ta vẫn khả quan và việc tiêu thụ hơn 800.000 tấn urea cùng với 250.000 tấn NPK mỗi năm của DPM hoàn toàn khả thi do DPM có hệ thống phân phối mạnh.

**Tiêu thụ phân bón trên hecta đất canh tác**


Nguồn: WorldBank, FPTs research

**Cung cầu phân urea trong nước**


Nguồn: Bộ NN&amp;PTNT, Agromonitor, FPTs Research

Năm 2016 Việt Nam tiêu thụ khoảng 2,5 triệu tấn phân urea trong khi nguồn cung nội địa chỉ đạt 2 triệu tấn và lượng nhập khẩu bổ sung là 0,6 triệu tấn. Trong năm 2017-2018, Agromonitor dự báo nhu cầu tiêu thụ phân urea được sẽ tiếp tục tăng nhẹ khoảng 2,5%/năm, với việc hai nhà máy Ninh Bình và Hà Bắc còn vận hành khó khăn trong khi DCM đang đẩy mạnh xuất khẩu sang Campuchia thì rõ ràng nguồn cung urea trong nước vẫn chưa đủ cầu, do đó sản lượng phân urea của DPM vẫn đóng vai trò trụ cột trong nước.

Do giá urea Phú Mỹ và thế giới có mối tương quan với nhau khá cao nên chúng tôi sẽ dựa vào dự báo giá urea thế giới của Fertecon và điều chỉnh các yếu tố đặc thù để dự báo giá và doanh thu urea Phú Mỹ.

**Dự phóng giá, lượng tiêu thụ và doanh thu mảng phân urea**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Giá urea Biển đen (\$/tấn)	205	220	230	260	280	300
Giá urea Trung Quốc (\$/tấn)	215	250	260	270	290	310
Giá urea NOLA (\$/tấn)	225	265	285	320	355	370
Giá urea Trung Đông (\$/tấn)	210	225	235	265	285	305
Giá urea trung bình thế giới (\$/tấn)	214	240	253	279	303	321
Chi phí vận chuyển (\$/ tấn)	20	20	20	20	20	20
Premium cho công ty con (\$/tấn)	15	15	15	15	15	15
Premium cho DPM do lượng hàng ổn định (\$/tấn)	30	30	20	10	-	-
Giá urea tại VN (\$/tấn)	279	305	308	324	338	356
Tỷ giá (VND/USD)	22.468	22.917	23.376	23.843	24.320	24.806
Giá urea Phú Mỹ (ngàn đồng/kg)	6.263	6.990	7.188	7.719	7.798	8.395
Sản lượng (tấn)	810.000	832.000	810.000	832.000	810.000	832.000
Tiêu thụ (tấn)	810.000	821.000	821.000	821.000	821.000	821.000
Doanh thu (tỷ đồng)	5.073	5.739	5.901	6.337	6.402	6.893

Nguồn: FPTs Research

Chúng tôi sử dụng giá phân urea ở 4 thị trường lớn nhất trên thế giới là Urea Biển Đen, Trung Quốc, Trung Đông và Mỹ theo dự báo của Fertecon, sau đó tính ra mức giá bình quân. Do Fertecon chỉ dự báo giá FOB (giá chưa bao gồm chi phí vận chuyển và bảo hiểm) nên chúng tôi sẽ cộng thêm vào chi phí vận chuyển là 20\$/tấn và giả định chi phí này ổn định đến năm 2022. Ngoài ra DPM sử dụng kênh phân phối là các công ty con nên chúng tôi sẽ cộng mức biên lợi nhuận gộp của các công ty con này vào nữa, lợi nhuận gộp giả định sẽ ổn định ở mức 15\$/tấn, bằng với năm 2016. Hơn nữa, DPM có ưu thế rất lớn so với hàng nhập khẩu khi sản lượng của DPM ổn định hơn nhiều. Chúng tôi cho rằng lợi thế này sẽ tạo ra phần bù cho giá urea Phú Mỹ là 30\$/tấn, tuy nhiên trong dài hạn lợi thế này sẽ giảm dần khi hệ thống phân phối của các đối thủ mạnh lên.

Theo BMI, trong giai đoạn 2018-2022 lạm phát hàng năm ở Mỹ sẽ vào khoảng 2,1% trong khi ở Việt Nam là hơn 4%, do đó chúng tôi tính toán mỗi năm VND sẽ mất giá 2% so với USD, dựa vào tỷ giá này sẽ tính ra giá urea Phú Mỹ. Năm 2017, chúng tôi ước lượng giá urea Phú Mỹ bình quân là 6.263 đồng/kg, +2% yoy. Đến năm 2018 dự phóng giá phân urea sẽ tăng lên 6.990 đồng/kg, +11% so với năm 2017.

Đối với sản lượng và lượng tiêu thụ, chúng tôi dự báo hàng năm DPM sẽ tiêu thụ khoảng 821.000 tấn urea tuy nhiên năm 2017 chỉ đạt 810.000 tấn do nhà máy bảo trì dài ngày và rơi vào quý 4, quý có nhu cầu tiêu thụ phân urea nhiều nhất trong năm khi vào vụ sản xuất lúa Đông Xuân. Trong khi đó sản lượng sẽ biến động tùy thuộc vào thời gian bảo trì nhà máy, định kỳ 2 năm một lần DPM sẽ tiến hành bảo trì tổng thể và những năm này chúng tôi ước lượng sản lượng chỉ đạt 800.000 tấn. Những năm không bảo trì DPM sẽ vận hành 104% công suất thiết kế, tương ứng với sản lượng 832.000 tấn.

Phân urea có thời gian sử dụng đến 3 năm và nếu được bảo quản trong kho đủ tiêu chuẩn như DPM sẽ không làm ảnh hưởng đến chất lượng sản phẩm, do đó DPM hoàn toàn có thể tăng công suất nhà máy ở các năm không bảo trì để có đủ lượng hàng bổ sung cho năm sau, điều này DPM đã làm trong nhiều năm qua.

## **(2) Mảng phân bón NPK Phú Mỹ tạo động lực tăng trưởng doanh thu trong dài hạn**

Khai thác hiệu quả và phân phối hợp lý sản phẩm phân NPK chất lượng cao sẽ tạo động lực tăng trưởng cho DPM trong những năm tới do hiện nay nguồn cung phân NPK chất lượng cao chỉ mới chiếm khoảng 20% tổng sản lượng phân NPK cả nước (theo ước lượng của chúng tôi).

Trong giai đoạn 2005-2010, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) về tiêu thụ phân NPK ở nước ta vào khoảng 6,9%/năm, đến giai đoạn 2010-2015 suy giảm xuống còn 5,7%/năm. Trong giai đoạn 2017-2020, tốc độ tăng tiêu thụ phân bón ở nước ta vào khoảng 3%/năm, tuy nhiên với xu hướng chuyển dịch sang sử dụng phân NPK chất lượng cao trong sản xuất nông nghiệp hiện đại, thân thiện với môi trường, tiết kiệm và hiệu quả, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng tiêu thụ phân NPK sẽ vào khoảng 5-6%/năm.

Phân NPK Phú Mỹ được sản xuất bằng công nghệ hóa học của hãng INCRO Tây Ban Nha, đây là công nghệ sản xuất phân NPK hiện đại nhất thế giới và lần đầu tiên được áp dụng tại Việt Nam. Công nghệ này sử dụng các hóa chất trung gian như dung dịch ammonia-NH<sub>3</sub>, axit phosphoric-H<sub>3</sub>PO<sub>4</sub> và Kali clorua-KCl, lần lượt chứa các chất dinh dưỡng N, P và K để tổng hợp thành hỗn hợp dung dịch chứa đồng thời ba chất dinh dưỡng đa lượng quan trọng trên. Bên cạnh đó các chất dinh dưỡng trung vi lượng như kẽm, sắt, lưu huỳnh, coban, ma giê... cũng sẽ được bổ sung nhằm tăng hiệu quả hấp thụ chất dinh dưỡng cho cây và tăng chất lượng nông sản.

Điểm khác biệt của NPK Phú Mỹ là được sản xuất bằng hóa chất (phân biệt với các dòng sản phẩm NPK được sản xuất bằng công nghệ trộn, tạo hạt hơi nước hoặc urea hóa lỏng,... sử dụng nguyên liệu phân đơn) nên hàm lượng chất dinh dưỡng trong 1 hạt phân sẽ đồng đều, độ cứng và độ tan của hạt NPK được kiểm soát tối đa do đó ít bị dập nát. Đây là dòng sản phẩm ở phân khúc cao cấp, hàm lượng chất dinh dưỡng cao và hầu như không thể bị làm giả.

Hiện tại nhà máy NPK đang được chuẩn bị chạy thử và dự kiến vào đầu quý 2/2018 sẽ vận hành thương mại. DPM đặt kế hoạch trong năm 2018 sẽ hoạt động 70% công suất, tuy nhiên để thận trọng chúng tôi dự phóng sản lượng và lượng tiêu thụ chỉ đạt 60% công suất, tương đương 150.000 tấn. Từ năm 2019 trở đi chúng tôi dự phóng hiệu suất vận hành nhà máy sẽ tăng lên thêm 15% mỗi năm. Dự phóng công suất hoạt động của chúng tôi trên đây tương đối thận trọng nếu nhìn vào khả năng vận hành nhà máy urea Phú Mỹ khi DPM đã chạy đến 100% ngay từ những năm đầu.

Hiện nay giá bán các dòng sản phẩm NPK tương tự mà DPM sẽ sản xuất vào khoảng 8.500 đồng/kg. Ngoài ra giá phân NPK thường biến động cùng chiều với giá các loại phân đơn, do đó chúng tôi dự phóng giá phân NPK dựa trên giá phân urea.

### **Dự phóng doanh thu NPK Phú Mỹ (riêng phần tự sản xuất)**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Công suất (tấn)	-	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000
Sản lượng (tấn)	-	150.000	187.500	225.000	250.000	250.000
Lượng tiêu thụ (tấn)	-	150.000	187.500	225.000	250.000	250.000
Giá bán (triệu/tấn)	8,5	8,7	8,8	9,0	9,2	9,4
<b>Doanh thu (tỷ)</b>	<b>-</b>	<b>1.301</b>	<b>1.658</b>	<b>2.030</b>	<b>2.300</b>	<b>2.346</b>

Nguồn: FPT Research

**Đối với mảng kinh doanh phân bón nhập khẩu:** Chúng tôi đánh giá đây không phải là mảng hoạt động DPM sẽ theo đuổi bởi lẽ việc phân phối mang lại mức biên lợi nhuận rất thấp. Bên cạnh đó công



ty đang tập trung chuyển dịch sang mảng hóa chất trong khi hoạt động phân phối phân nhập khẩu trước đây cũng nhằm mục đích tạo đà tiếp cận thị trường cho những sản phẩm mà công ty sắp ra mắt. Do đó khi nhà máy phân NPK (công nghệ tại nhà máy này có thể sản xuất được phân DAP/MAP) đi vào vận hành thì doanh thu từ mảng phân phối có thể sẽ suy giảm.

Trong 10T/2017, kinh doanh phân bón nhập khẩu đạt hơn 330 ngàn tấn, hoàn thành 103% kế hoạch cả năm. Động lực tăng trưởng trên đến từ việc tăng trưởng tiêu thụ phân NPK nhập khẩu, chỉ riêng quý 3/2017, lượng tiêu thụ NPK đã đạt 28.506 tấn, tăng 107% so với cùng kỳ và cả năm ước đạt 120.000 tấn, bằng 75% sản lượng dự phóng năm 2018 của nhà máy NPK Phú Mỹ.

Trong năm 2017, chúng tôi ước tính lượng tiêu thụ phân bón nhập khẩu sẽ đạt khoảng 395.000 tấn, +12% yoy. Tuy nhiên từ năm 2018, khối lượng tiêu thụ phân bón nhập khẩu sẽ giảm do từ DPM sẽ tung ra thị trường phân NPK tự sản xuất. Trong giai đoạn 2013-2016, lượng tiêu thụ phân NPK nhập khẩu khoảng 90.000-100.000 tấn/năm, do đó từ năm 2018 chúng tôi dự phóng lượng tiêu thụ phân bón nhập khẩu vào khoảng 257.000 tấn/năm, -32% yoy, vì DPM sẽ giảm mạnh việc phân phối sản phẩm NPK nhập khẩu.

Thận trọng chúng tôi giả định giá bán phân bón nhập sẽ không tăng, do đó doanh thu dự phóng mảng này trong năm 2017 là 2.456 tỷ, +0% yoy. Dự phóng cho năm 2018 sẽ đạt 1.676 tỷ, -32% yoy.

#### Dự phóng doanh thu mảng phân phối

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Lượng tiêu thụ (tấn)	377.710	257.710	257.710	257.710	257.710	257.710
Tăng trưởng giá bán	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Doanh thu (tỷ)	2.456	1.676	1.676	1.676	1.676	1.676

Nguồn: FPTTS Research

### (3). Tiềm năng tăng trưởng từ mảng hóa chất

Trong 10 năm qua, giá trị sản xuất công nghiệp nước ta đã tăng đến 3,5 lần và ngành công nghiệp luôn duy trì tỷ trọng đóng góp hơn 30% trong cơ cấu GDP của cả nước. Với một đất nước đang trong giai đoạn phát triển như Việt Nam, ngành công nghiệp sẽ vẫn đóng vai trò quan trọng trong nhiều năm nữa. Tiềm năng tăng trưởng của ngành công nghiệp sẽ đi đôi với nhu cầu về nguồn nguyên liệu hóa chất, do đó triển vọng tăng trưởng từ việc sản xuất hóa chất đầu vào cho ngành công nghiệp là rất lớn. Trong đó các ngành tiêu thụ ammonia chủ yếu là nhà máy phân bón DAP, nhà máy nhiệt điện,...

Nhu cầu tiêu thụ NH<sub>3</sub> dùng cho công nghiệp ở nước ta hiện nay vào khoảng 300.000 tấn/năm, chủ yếu được đáp ứng từ các nhà máy phân bón với công suất hơn 100.000 tấn/năm và nhập khẩu. Theo dự báo của DPM, nhu cầu tiêu thụ NH<sub>3</sub> trong nước đến năm 2020 sẽ tăng lên 400.000 tấn/năm nhưng sản lượng nội địa sẽ không tăng nhiều vì chỉ có DPM đầu tư mở rộng công suất sản xuất NH<sub>3</sub>. Hơn nữa giá bán của DPM cũng khá cạnh tranh với sản phẩm nhập khẩu nhưng sản lượng ổn định hơn, do đó dư địa tăng trưởng còn khá lớn.

Tổng công suất NH<sub>3</sub> của DPM sau khi mở rộng là 540.000 tấn/năm, với nhu cầu sử dụng để sản xuất urea và NPK vào khoảng 470.000 tấn/năm nên DPM có khả năng cung ứng đến hơn 70.000 tấn NH<sub>3</sub> mỗi năm. Trong năm 2017, dự kiến lượng kinh doanh NH<sub>3</sub> chỉ đạt 23.000 tấn do bảo trì nhà máy. Tuy nhiên đến năm 2018, chúng tôi dự phóng lượng tiêu thụ NH<sub>3</sub> sẽ tăng lên 55.000 tấn do sản lượng tăng từ dự án mở rộng và tiếp tục tăng 5%/năm đến năm 2020.

Giá ammonia thường cao hơn giá urea khoảng 10% và có mối tương quan khá cao với giá urea do ammonia là nguyên liệu quan trọng nhất dùng để sản xuất urea. Do đó với việc giá urea được dự báo tăng nên chúng tôi cũng dự báo giá ammonia sẽ tăng theo, tuy nhiên để thận trọng chúng tôi dự phóng giá bán NH<sub>3</sub> tăng mỗi năm chỉ 2%, trong khi giá urea tăng bình quân 4%/năm.

**Dự phóng doanh thu hóa chất ammonia**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Công suất (tấn)	70.000	70.000	70.000	70.000	70.000	70.000
Lượng tiêu thụ (tấn)	23.000	56.000	58.800	61.740	64.827	68.068
Giá bán (triệu/tấn)	6,70	6,83	6,97	7,11	7,25	7,40
<b>Doanh thu (tỷ)</b>	<b>154</b>	<b>383</b>	<b>410</b>	<b>439</b>	<b>470</b>	<b>504</b>

Nguồn: FPTs Research

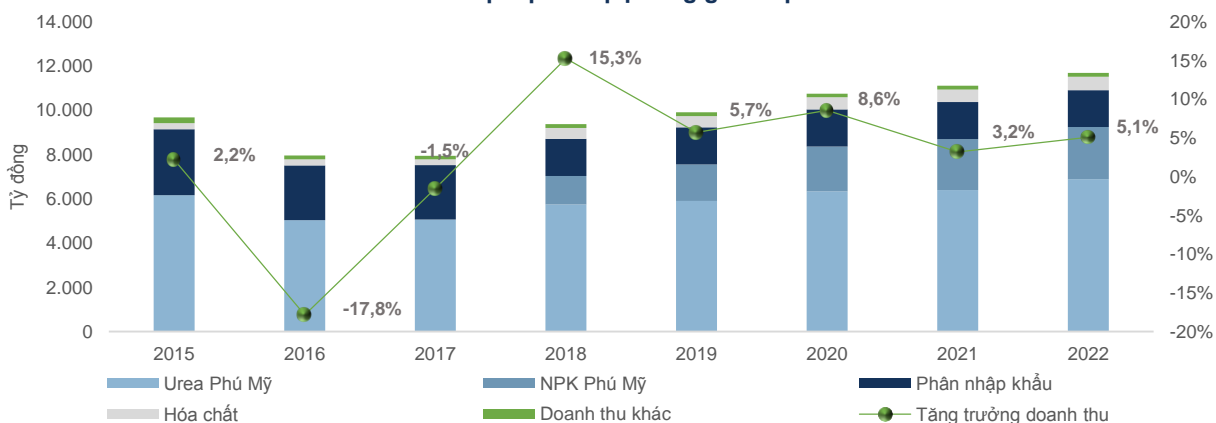
**Đối với hóa chất UFC 85**, hiện nay DPM đã ký hợp đồng cung cấp UFC85 ổn định cho nhà máy Đạm Cà Mau, và Đạm Ninh Bình, cùng với nhu cầu hàng năm 5.000 tấn của nhà máy Đạm Phú Mỹ thì nhu cầu UFC 85 trong nước vào khoảng 15 ngàn tấn. Chúng tôi dự phóng lượng tiêu thụ UFC85 hàng năm của DPM sẽ đạt 8-8,5 ngàn tấn tùy vào những năm các nhà máy phân bón có tạm dừng bảo trì hay không. Giả định giá bán không thay đổi chúng tôi đưa ra mức dự phóng doanh thu của mảng này trong năm 2017 đạt 97 tỷ và năm 2018 là 103 tỷ.

**Dự phóng doanh thu hóa chất UFC 85**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Công suất (tấn)	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Sản lượng (tấn)	12.000	12.750	12.000	12.750	12.000	12.750
Lượng tiêu thụ (tấn)	8.400	8.925	8.400	8.925	8.400	8.925
Giá bán (triệu/tấn)	12	12	12	12	12	12
<b>Doanh thu (tỷ)</b>	<b>97</b>	<b>103</b>	<b>97</b>	<b>103</b>	<b>97</b>	<b>103</b>

Nguồn: FPTs Research

Đối với doanh thu CO<sub>2</sub>, hóa chất phục vụ ngành dầu khí và doanh thu khác, chúng tôi dự phóng sẽ duy trì ở mức khoảng 200 tỷ như năm 2016.

**Doanh thu thuần hiện tại và dự phóng giai đoạn 2017-2022**


Nguồn: FPTs Research

Do DPM không nhận được bất cứ những trợ cấp hoặc biện pháp bảo hộ nào của chính phủ do đó tiềm năng tăng trưởng doanh thu đến từ bản thân nội tại của doanh nghiệp và với vị thế đầu ngành cùng với nhu cầu tiêu thụ phân bón ở nước ta tăng khoảng 3%/năm, giá phân bón được dự báo duy trì cao và tăng nên chúng tôi cho rằng mức tăng doanh thu trung bình đạt 4%/năm từ 2019-2022 là khả quan.

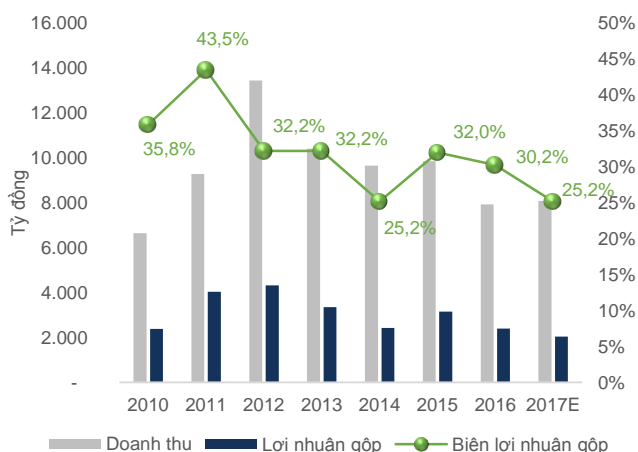
## 2. Lợi nhuận gộp

### 2.1. Tình hình chung về lợi nhuận gộp

Nhìn chung Biên lợi nhuận gộp (BLNG) của DPM khá biến động, tương ứng mỗi giai đoạn với nguyên nhân như sau: Trong những năm 2010-2011, lúc này nguồn cung urea trong nước chủ yếu đến từ nhà máy urea Phú Mỹ, do đó DPM duy trì mức giá bán khá cao và BLNG trong những năm này lên đến khoảng 50%. Năm 2012, do DPM phân phối urea Cà Mau có BLNG chỉ khoảng 1% kết hợp tỷ trọng doanh thu từ phân phối chiếm đến 26% trong cơ cấu tổng doanh thu 2012 nên BLNG toàn công ty đã giảm mạnh về 30%. Bước sang giai đoạn 2013-2016, BLNG duy trì ở mức trung bình khoảng 31%, tuy nhiên theo từng năm lại tiếp tục bị ảnh hưởng từ giá urea và giá khí, năm 2014 chính sách bán khí chuyển sang hình thức thị trường do đó giá khí tăng mạnh đã làm cho BLNG suy giảm chỉ còn 25%. Năm 2016,

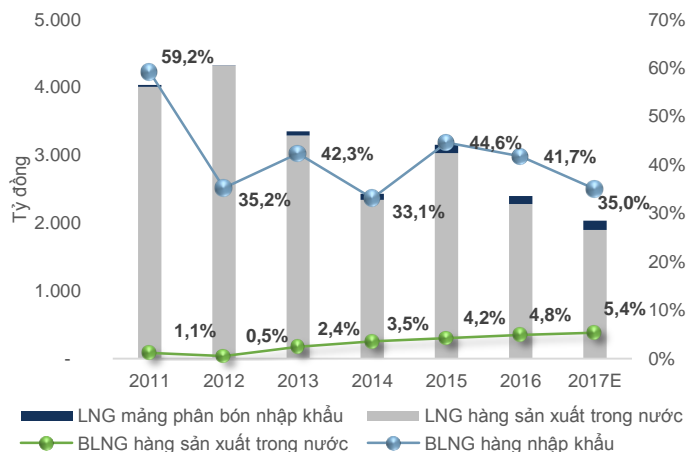
DPM chịu ảnh hưởng từ giá urea giảm 18% do giá phân urea thế giới giảm sâu và nhu cầu tiêu thụ trong nước suy giảm do hạn hán, xâm nhập mặn nên BLNG chỉ còn 29,9%.

**Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp**



Nguồn: BCTC, FPT Research

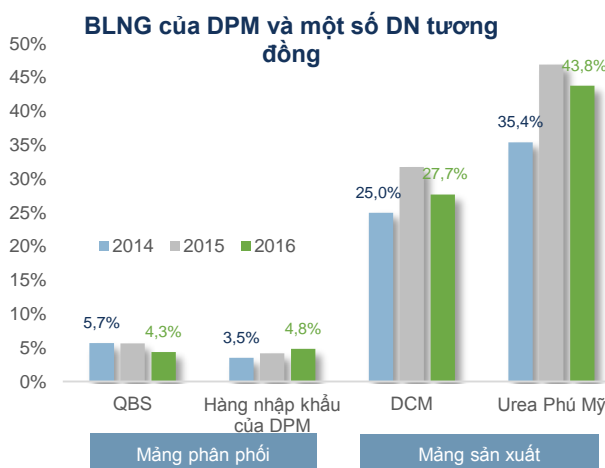
**Biên lợi nhuận gộp theo cơ cấu sản phẩm**



Nguồn: BCTC, FPT Research

Xét theo từng nhóm sản phẩm, mức BLNG có sự chênh lệch nhau rất lớn giữa hàng hóa sản xuất trong nước và hàng hóa nhập khẩu. Xu hướng biến động BLNG của hàng sản xuất trong nước cũng phản ánh biến động BLNG ở mức toàn công ty do mảng sản xuất đóng góp đến hơn 90% tỷ trọng lợi nhuận gộp. Hàng sản xuất trong nước như phân urea, dung dịch ammoniac và UFC85 có biên lợi nhuận rất cao, năm 2016 là 41,7%. Một điểm đáng chú ý là BLNG của mảng phân phối hàng nhập khẩu mặc dù khá thấp nhưng đang cải thiện rất tốt và đều đặn, năm 2012 mức BLNG mảng này chỉ đạt 0,5% đến năm 2016 đã tăng lên 4,8%.

### Doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao nhất ngành



Nguồn: BCTC, FPT Research

Theo từng nhóm sản phẩm, mức BLNG của DPM cao hơn hẳn các doanh nghiệp trong ngành. BLNG mảng phân phối cao hơn so với QBS, doanh nghiệp phân phối có quy mô lớn nhất ngành và doanh thu phân phối phân bón tương đương với mảng phân phối DPM. Trong khi đó mảng sản xuất urea của DPM cũng cao vượt trội so với DCM, năm 2016 BLNG của mảng sản xuất urea Phú Mỹ là 43,8%, cao hơn nhiều so với mức 27,7% của DCM mặc dù DCM đang được trợ cấp giá khí.

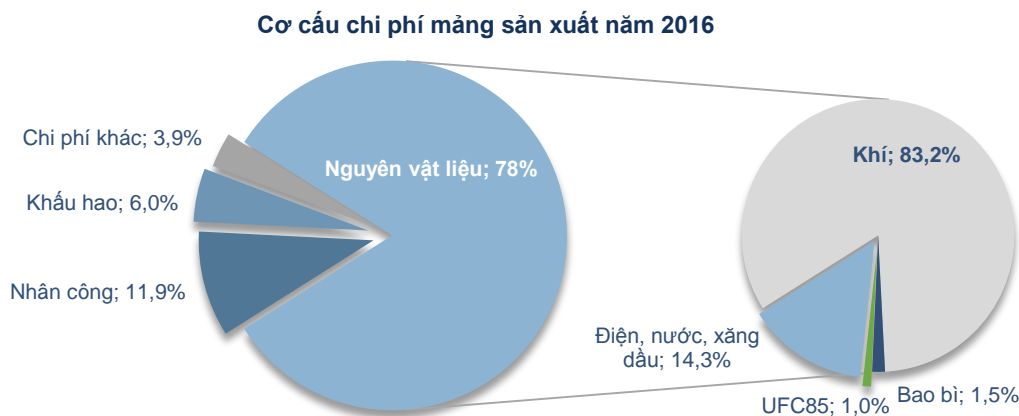
Đối với sản phẩm ammonia, biên lợi nhuận gộp còn cao hơn nữa, trung bình trong 3 năm qua là 49%. Mức biên lợi nhuận gộp cao do nguồn cung trong nước chưa đáp ứng đủ nhu cầu. Ngoài ra hóa chất NH<sub>3</sub> có hàng rào gia nhập sản xuất rất cao vì quy mô đầu tư lớn và công nghệ phức tạp.

Trong thời gian tới, chúng tôi dự phóng mức biên lợi nhuận gộp mảng urea Phú Mỹ sẽ dao động xung quanh ngưỡng 37-39% dựa trên những phân tích về giá dầu và giá urea ở những phần trên. Hiện nay nhà máy Urea Phú Mỹ đã có tuổi thọ trên 13 năm, do đó một số thiết bị đã bắt đầu xuống cấp, vì vậy chúng tôi dự phóng chi phí bảo dưỡng hàng năm sẽ tăng lên và do đó biên lợi nhuận gộp sẽ thấp hơn khoảng 1-2% so với giai đoạn 2015-2016.

**Lợi nhuận gộp toàn công ty bị suy giảm:** Hiện nay mảng urea chiếm đến hơn 90% tỷ trọng lợi nhuận gộp nên việc phân urea có mức BLNG cao đã kéo BLNG của cả công ty cao lên, tuy nhiên từ năm 2018 do đóng góp từ mảng phân NPK có BLNG chỉ khoảng 13-17% nên mức BLNG toàn công ty sẽ bị suy giảm. Chúng tôi dự phóng BLNG năm 2017 của DPM sẽ vào khoảng 25,8%, -14% yoy, và năm 2018 là 26% do BLNG mảng urea cải thiện nhẹ.

## 2.2. Cơ cấu chi phí đầu vào

Như đã đề cập, hoạt động sản xuất phân urea Phú Mỹ và hóa chất là hoạt động chính và ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận gộp của DPM. Do đó trong phần này chúng tôi chủ yếu đề cập đến hoạt động sản xuất.



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Trong cơ cấu chi phí sản xuất của DPM, yếu tố chiếm phần lớn là chi phí nguyên vật liệu với tỷ trọng khoảng 78% vào năm 2016, chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn thứ 2 với 12% vì hoạt động sản xuất phân urea và hóa chất rất phức tạp nên đòi hỏi đội ngũ công nhân có trình độ cao, do đó chi phí công nhân cũng sẽ cao. Ngoài ra, do nhà máy DPM hiện nay đã gần hết khấu hao nên chi phí khấu hao cũng chiếm tỷ trọng nhỏ, chỉ khoảng 6%, mức này rất thấp so với tỷ trọng 30% của DCM khi nhà máy của DCM mới được xây dựng nên áp lực khấu hao cao.

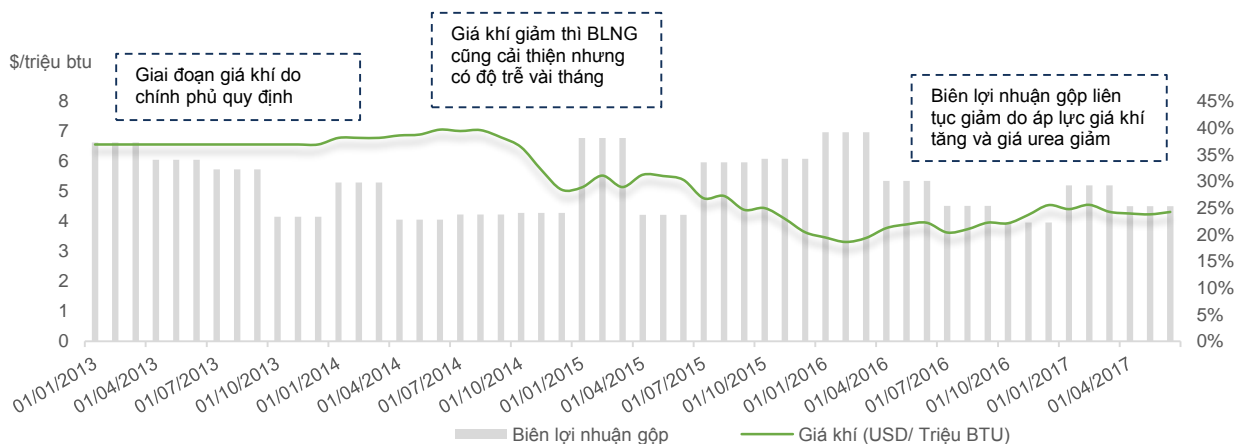
Trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu, khí là nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất ở mức 83% tổng chi phí nguyên vật liệu (theo ước tính của chúng tôi), các nguyên liệu còn lại chiếm tỷ trọng không đáng kể và hầu hết do công ty tự sản xuất. Nếu như hóa chất UFC85 và điện được sản xuất từ các phân xưởng do DPM trực tiếp quản lý thì bao bì được cung cấp từ công ty con PMP.

Như vậy với việc nguyên liệu khí chiếm tỷ trọng cao, cùng với việc các nguyên liệu khác cũng được sản xuất từ dầu hoặc khí và giá khí mà DPM mua từ GAS neo vào giá dầu nên diễn biến giá dầu sẽ là yếu tố tác động mạnh nhất đến chi phí sản xuất và lợi nhuận gộp của DPM. Biểu đồ dưới đây thể hiện biến động giá khí và BLNG của DPM theo các quý, từ ngày 1/4/2014 giá khí do GAS bán cho DPM neo theo giá dầu ma-dút bằng công thức:

$$P = P_n + T_{cl} = 46\% * MFO + \text{Cước phí vận chuyển (USD/ triệu BTU)}$$

Trong đó:

- P là giá khí kí hợp đồng, chưa bao gồm thuế VAT và tính bằng đơn vị USD/triệu BTU
- $P_n = 46\% * MFO$  là giá khí quy đổi bằng 46% giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore.
- $T_{cl}$  là cước phí vận chuyển và phân phối khí bể Cừu Long và thay đổi từng năm, lần lượt năm 2017, 2018 và 2019 là 0,96, 0,98 và 1\$/MMBtu.

**Diễn biến giá khí và biên lợi nhuận gộp DPM**


Nguồn: BCTC, FPTTS Research

Từ khi giá mua khí chuyển sang hình thức thị trường, giá khí và biên lợi nhuận gộp của DPM đã biến động hơn. Những thời điểm giá khí giảm, biên lợi nhuận của DPM được cải thiện và ngược lại. Bên cạnh đó mức độ tác động lên BLNG có độ trễ khoảng 2 tháng do thời gian sản xuất và phân phối.

Trong 10T/2017, giá dầu tăng mạnh, kéo theo giá khí tăng lên khoảng 4,96\$/MMBtu, +27% so với mức giá trung bình 3,86\$/MMBtu của năm 2016. Do đó BLNG của DPM đã giảm mạnh từ mức 30% năm 2016 xuống còn 26%.

Do việc dự báo giá dầu rất khó khăn và vượt khỏi khả năng dự báo của chúng tôi nên kịch bản giá dầu trong những năm tiếp theo chúng tôi dựa vào dự báo của Natixis SA, tuy nhiên chúng tôi sẽ có một số điều chỉnh theo quan điểm của chúng tôi để làm kịch bản cơ sở. Giá dầu WTI được chúng tôi sử dụng để dự báo giá dầu FO và từ giá dầu FO chúng tôi quy đổi về giá khí theo hợp đồng của DPM. Từ năm 2020 giá bán khí sẽ thay đổi và DPM vẫn chưa có kế hoạch mua khí nên chúng tôi giả định giá bán khí vẫn theo hợp đồng cũ, và để thận trọng sẽ cộng thêm 0,1 \$/MMBtu. Năm 2018, Natixis SA dự báo giá dầu WTI trung bình năm sẽ vào khoảng 58,5\$/thùng, dựa vào cơ sở đó chúng tôi dự báo giá khí đầu vào đã bao gồm thuế VAT 10% của DPM là 5,42\$/MMBtu, +8,1% yoy.

**Dự báo giá khí dựa vào giá dầu WTI**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Giá dầu (Dự báo theo Natixis SA)	54	58,5	60	63	63	65
Dự báo giá dầu FO	318	348	358	376	376	389
Giá khí quy đổi chưa bao gồm phí vận chuyển	3,60	3,94	4,05	4,27	4,27	4,41
Chi phí vận chuyển	0,96	0,98	1	1,1	1,2	1,3
<b>Giá khí đã bao gồm thuế VAT 10% (\$/ Triệu Btu)</b>	<b>5,01</b>	<b>5,42</b>	<b>5,56</b>	<b>5,90</b>	<b>6,01</b>	<b>6,28</b>

Nguồn: Natixis, FPTTS Research

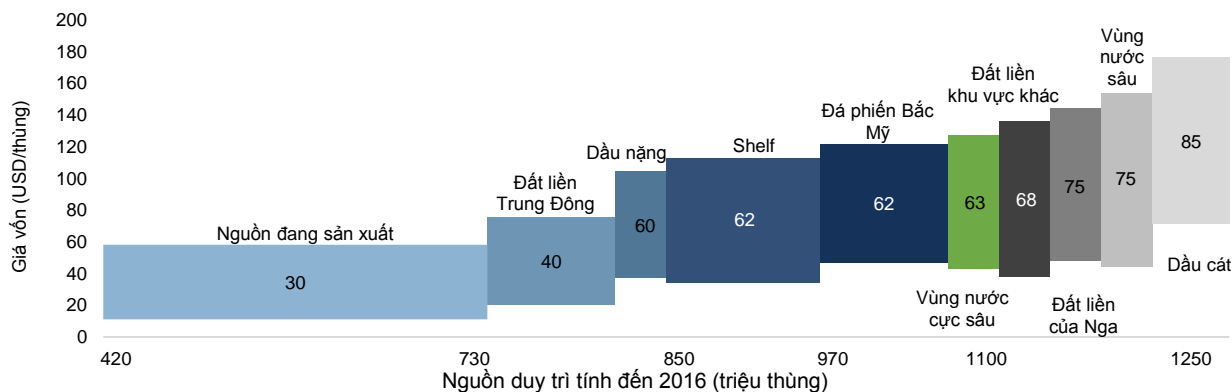
Giá dầu ngoài việc chịu ảnh hưởng bởi cung cầu còn bị tác động bởi các yếu tố về chính trị, do đó nhà đầu tư nên quan tâm sát sao đến xu hướng giá của nguyên liệu này. Trong báo cáo này, chúng tôi đưa ra kịch bản cơ sở của giá dầu dựa trên những quan điểm sau:

- (1). Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ dầu mỏ đang giảm dần, theo dự báo của IEA, nhu cầu dầu mỏ sẽ tiếp tục tăng thêm khoảng 1,2 triệu thùng/ngày mỗi năm, đến năm 2019 nhu cầu dầu mỏ toàn cầu đạt 100 triệu thùng/ngày. Do đó nếu xét về lượng vẫn tăng trong khi về tốc độ thì đã giảm dần.
- (2). Sự xuất hiện của nhiên liệu sinh học và các loại xe chạy bằng điện sẽ làm giảm nhu cầu sử dụng xăng khoáng, thay vào đó sử dụng xăng sinh học và động cơ sử dụng điện.
- (3). Giá dầu tăng trong thời gian gần đây do những nỗ lực cắt giảm nguồn cung từ Nga và OPEC, tuy nhiên Wood Mackenzie dự báo đến cuối 2018 những nỗ lực cắt giảm này sẽ bất thành và lượng cung sẽ tăng thêm 2 triệu thùng/ngày.
- (4). Chi phí khai thác sẽ kiềm hãm giá dầu tăng cao: Giá dầu thấp sẽ làm cho các mỏ chi phí khai thác cao phải tạm dừng khai thác, tuy nhiên khi giá dầu tăng lên thì các mỏ này sẽ quay trở lại khai thác, gây áp lực lên nguồn cung và kiềm hãm giá dầu. Như biểu đồ phân tích giá vốn sản xuất ở dưới đây, chi



phí sản xuất của các mỏ đang khai thác vào năm 2016 chỉ khoảng 20-60\$/thùng, trong khi các mỏ dầu nặng hoặc đá phiến có chi phí lên đến 40-100\$/thùng, do đó nếu như giá dầu tăng cao lên 70 hoặc 80\$/thùng thì các mỏ này sẽ quay lại khai thác.

**Giá vốn dầu mỏ theo loại năm 2016**



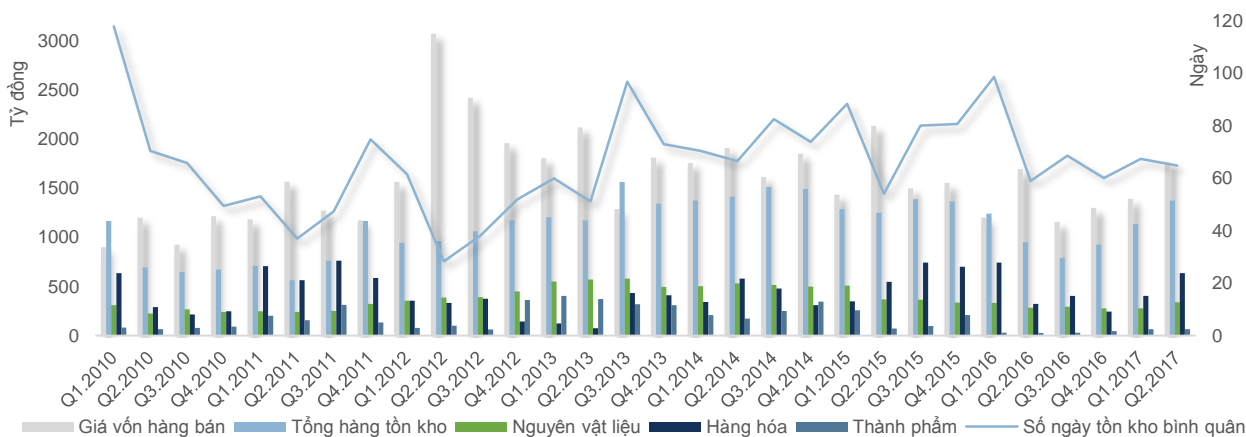
Nguồn: Rystad Energy UCube, FPTs Research

**Đối với nhà máy NPK:** nguyên liệu sản xuất sẽ phụ thuộc vào sản phẩm đầu ra, tuy nhiên theo công nghệ tại nhà máy NPK Phú Mỹ thì nguyên liệu sẽ bao gồm hóa chất ammonia do công ty tự sản xuất, axit sulfuric được mua từ các nhà máy hóa chất trong nước và nhập khẩu. Ngoài ra để sản xuất NPK cũng cần nguyên liệu là các loại phân đơn, tuy nhiên với nguồn cung phân đơn dồi dào như hiện nay thì rủi ro về nguyên liệu là khá thấp.

### 2.3. Tình hình quản trị hàng tồn kho

Đối với chỉ số liên quan đến hàng tồn kho, chúng tôi chủ yếu so sánh với chính bản thân doanh nghiệp trong quá khứ vì việc so sánh với các doanh nghiệp trong ngành sẽ không phản ánh được nhiều ý nghĩa do những khác nhau về bản chất kinh doanh.

**Hàng tồn kho theo quý và số ngày tồn kho**



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Do nguyên liệu quan trọng nhất đối với DPM là khí và nguyên liệu này không thể dự trữ được, ngoài ra công ty đã thỏa thuận mua bán khí theo giá thị trường và cũng không ký hợp đồng mua tương lai về giá khí nên việc quản lý giá nguyên vật liệu là vượt khỏi khả năng kiểm soát của công ty, điều này tạo nên rủi ro rất lớn cho DPM khi diễn biến giá dầu rất khó lường. Tuy nhiên, với đặc thù giá phân urea Phú Mỹ và urea thế giới có mối tương quan thuận chiều với giá năng lượng vì nếu giá nguyên liệu (chủ yếu là than, khí hoặc dầu) tăng thì các doanh nghiệp trên thế giới sẽ nâng giá bán lên để duy trì biên lợi nhuận, mặc dù có độ trễ và mức độ tăng giá bán sẽ có thể không lớn bằng biên độ tăng của giá nguyên liệu.

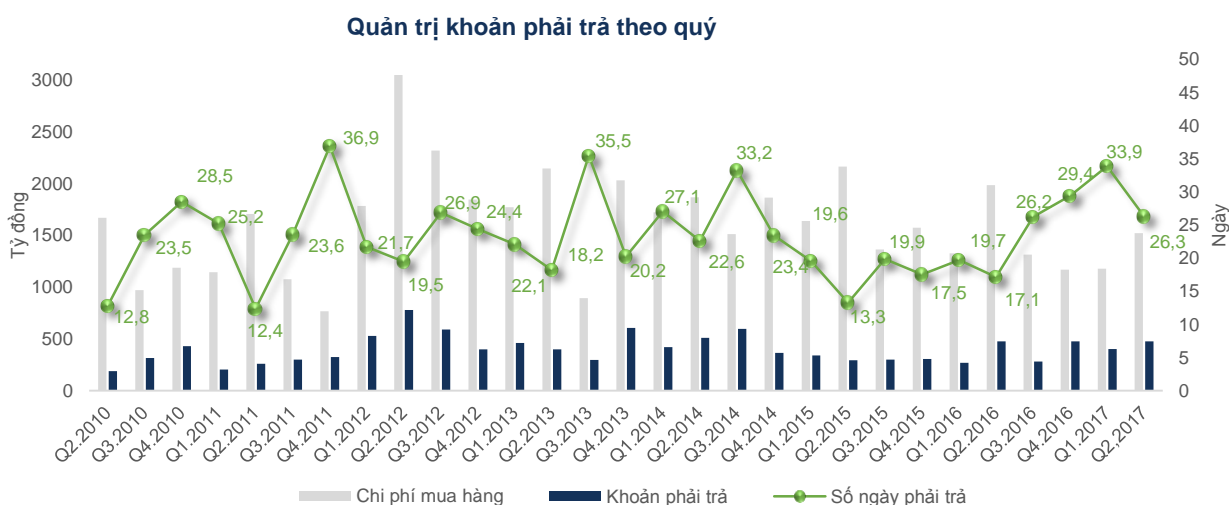
Nếu loại bỏ những bất thường về giá vốn hàng bán vào các quý ở năm 2012 do DPM phân phối phân urea Cà Mau thì hàng tồn kho và giá vốn hàng bán của DPM luôn duy trì ở một tỷ lệ khá ổn định, do đó số ngày tồn kho cũng dần ổn định theo và dao động xung quanh ngưỡng 70 ngày. Trong thời gian tới, DPM sẽ sản xuất thêm phân NPK, đối với mảng này thông thường hàng tồn kho sẽ duy trì khoảng 90-

100 ngày do các công ty phải tích trữ nguyên liệu. Do đó chúng tôi ước lượng số hàng tồn kho của DPM sẽ tăng lên khoảng 75-80 ngày trong mô hình dự phóng của chúng tôi.

Trong thành phần của hàng tồn kho, thành phẩm chiếm tỷ lệ rất nhỏ, điều này càng củng cố cho lập luận của chúng tôi rằng hoạt động sản xuất và tiêu thụ của DPM rất ổn định. Yếu tố chiếm tỷ trọng lớn nhất là hàng hóa do DPM thường nhập các sản phẩm này từ các nước Châu Âu, do đó để tránh thiếu hụt hàng hóa cũng như tiết kiệm chi phí vận chuyển nên DPM thường nhập khối lượng lớn và tần suất thấp. Trong thời gian tới chúng tôi đánh giá các yếu tố trong hàng tồn kho sẽ có sự thay đổi theo hướng tăng nguyên vật liệu và thành phẩm nhưng hàng hóa sẽ giảm khi nhà máy NPK vận hành thương mại vì lúc này DPM sẽ nhập nguyên liệu nhiều hơn và giảm kinh doanh phân NPK nhập khẩu.

#### 2.4. Tình hình quản trị khoản phải trả

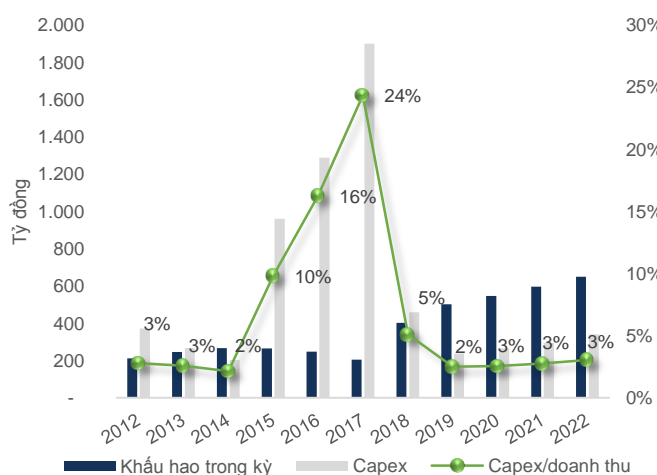
Khoản phải trả của DPM khá ổn định trong những năm qua ở ngưỡng dưới 500 tỷ. Việc ở vị thế chiếm dụng vốn so với nhà cung cấp giúp DPM có được một khoản vốn lưu động đáng kể, giảm được rủi ro liên quan đến tính thanh khoản và tiết kiệm một khoản chi phí tài chính nếu công ty vay nợ để tài trợ cho các nghiệp vụ trong vốn lưu động.



Nguồn: BCTC, FPT Research

Với vị thế hiện tại của DPM cùng với chính sách mua nguyên liệu khí không có sự thay đổi, chúng tôi đánh giá số ngày phải trả của mảng urea sẽ bằng mức trung bình 6 năm qua là 25 ngày. Tuy nhiên do mảng phân NPK phải nhập nhiều nguyên liệu do đó sẽ làm cho số ngày phải trả tăng lên, làm cho số ngày phải trả bình quân cả công ty tăng lên khoảng 30 ngày.

#### 2.5. Khấu hao tài sản cố định và capex



Từ năm 2012 nhà máy Urea Phú Mỹ không còn khấu hao nhiều nữa do đó khấu hao của DPM chỉ duy trì khoảng hơn 200 tỷ, tương ứng với 2-3% doanh thu. Tuy nhiên từ năm 2018, khi tổ hợp NH<sub>3</sub>-NPK đi vào hoạt động chúng tôi dự phóng chi phí khấu hao sẽ tăng mạnh, ngoài ra do nhà máy urea đã cũ do đó nhiều thiết bị cần phải thay thế nên chúng tôi cũng dự phóng chi tiêu vốn để duy trì hoạt động tại nhà máy urea sẽ tăng lên, góp phần làm tăng chi phí khấu hao. Trong năm 2017, dự phóng chi phí khấu hao chỉ 206 tỷ, nhưng năm 2018 sẽ tăng lên 402 tỷ.

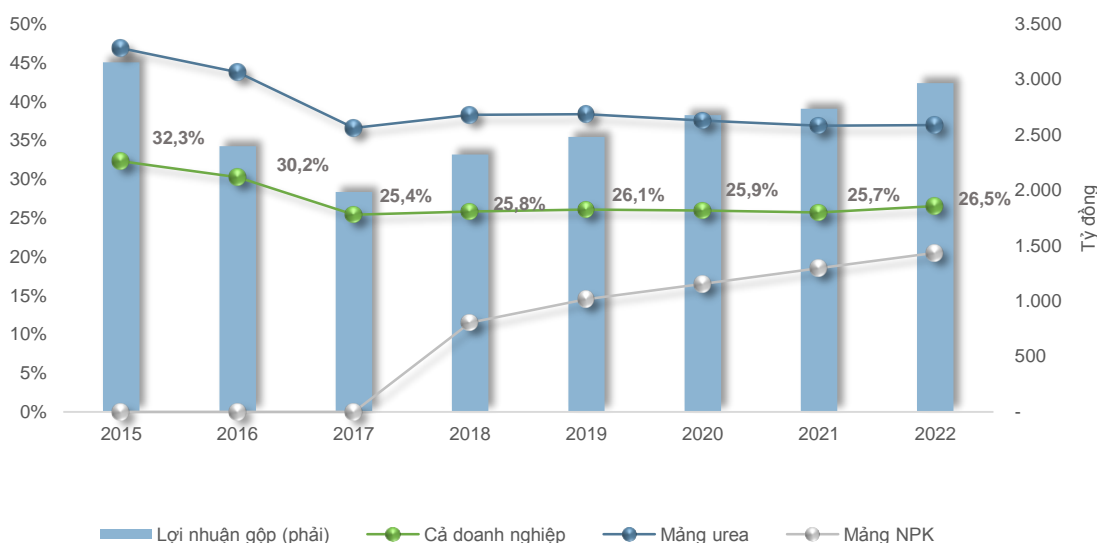
Đối với tổ hợp NH<sub>3</sub>-NPK, chi phí đầu tư thiết bị sẽ được khấu hao trong 10 năm, chi phí xây dựng là 12 năm và các loại chi phí khác là 5 năm. Nhà

máy NPK được đầu tư trong bối cảnh máy móc thiết bị phục vụ sản xuất nông nghiệp không được khấu trừ thuế VAT, do đó đã đẩy chi phí đầu tư lên khá nhiều, khoảng 8-10%.

## 2.6. Tác động của thuế VAT

Trong mô hình dự phóng của chúng tôi, giả định phân bón vẫn thuộc diện không chịu thuế Giá trị gia tăng (VAT) do đó không được khấu trừ thuế VAT đầu vào. Tuy nhiên chúng tôi cũng đưa ra quan điểm khả quan về việc mặt hàng phân bón được chuyển sang diện chuyển thuế VAT, nhưng quyết định có đưa mặt hàng phân bón vào diện chịu thuế VAT hay không và mức thuế VAT là 0% hay 5% còn phụ thuộc vào cuộc họp của Quốc hội, kỳ vọng vào kỳ họp thứ 5 Quốc hội khóa XIV, dự kiến khoảng tháng 6/2018. Trong trường hợp được chuyển sang diện chịu thuế, kết hợp với dự phóng chi phí đầu vào của chúng tôi như trên, DPM có thể tiết giảm từ 300-350 tỷ chi phí trước thuế thu nhập doanh nghiệp so với số liệu dự phóng hiện tại (mô hình dự báo lợi nhuận của chúng tôi chưa tính đến các khoản chi phí tiết giảm kể trên).

**Dự phóng Lợi nhuận gộp và Biên lợi nhuận gộp**

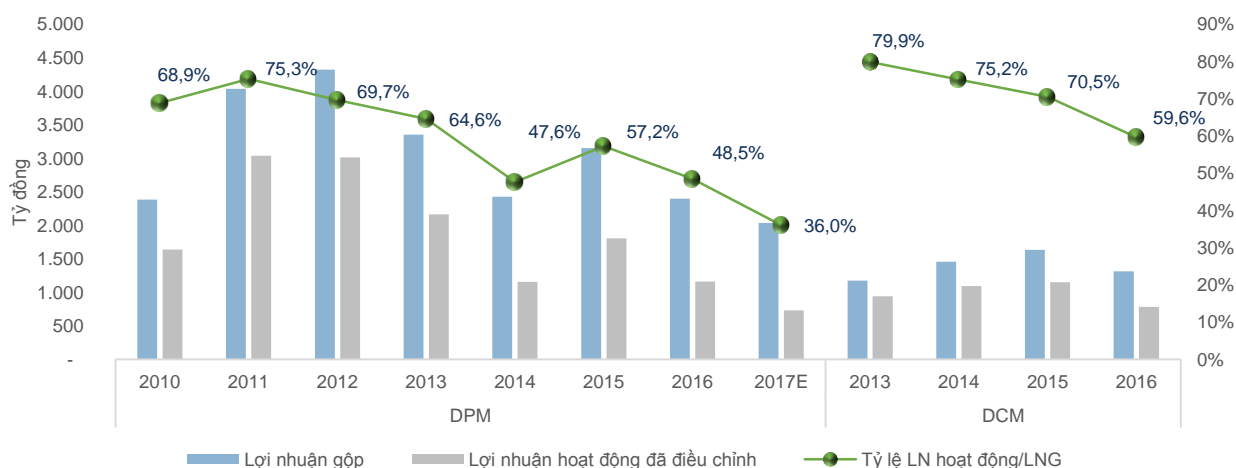


Nguồn: FPT Research

Mặc dù Biên lợi nhuận gộp của DPM sẽ giảm nhưng Lợi nhuận gộp vẫn tăng do tăng trưởng doanh thu. Việc đa dạng hóa sẽ góp phần làm cho Lợi nhuận gộp ít bị biến động hơn trước đây.

## 3. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh

**Lợi nhuận hoạt động của DPM và DCM**



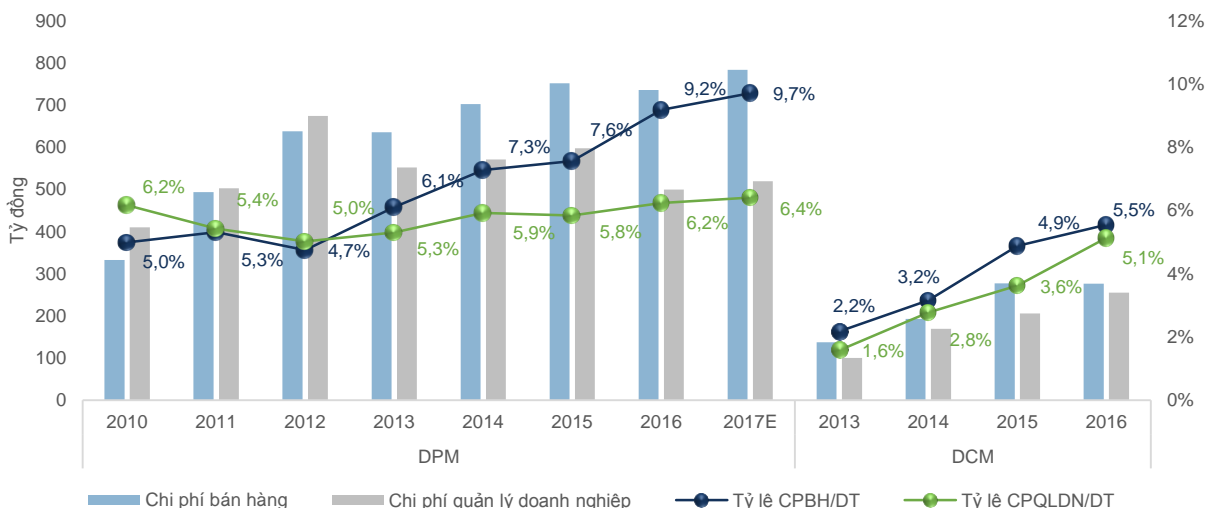
Nguồn: BCTC, FPT Research

Tỷ lệ Lợi nhuận hoạt động (Lợi nhuận gộp trừ Chi phí Bán hàng và Quản lý doanh nghiệp) trên Lợi nhuận gộp ngày càng giảm, điều này cho thấy Chi phí bán hàng và Quản lý doanh nghiệp ngày càng

tăng lên. Nếu như năm 2011 DPM tạo ra 10 đồng lợi nhuận gộp thì công ty chỉ chi 2,5 đồng cho chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp, nhưng đến năm 2016 hai loại chi phí này đã tăng lên đến 5,15 đồng.

So với doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh khá tương đồng là DCM mặc dù mức tỷ lệ LN hoạt động trên LNG của DPM đang thấp hơn nhưng có xu hướng ổn định trong khoảng 3 năm trở lại đây, trong khi đó DCM lại ngày càng giảm và chưa có dấu hiệu chuyển lại khi thị trường phân urea đang chịu áp lực cạnh tranh rất lớn và hệ thống phân phối của DCM đang được mở rộng.

### Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

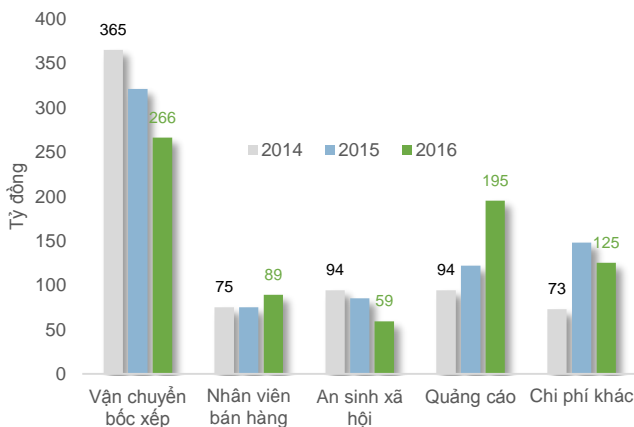


Nguồn: BCTC, FPTC Research

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của DPM cao hơn hẳn đối thủ cả về mức độ tuyệt đối và tương đối trên doanh thu do DPM phân phối sản phẩm của mình thông qua hệ thống các công ty con, do đó bộ máy quản lý và bán hàng sẽ cồng kềnh hơn, nhiều cấp bậc hơn so với DCM khi DCM phân phối chủ yếu qua các đại lý.

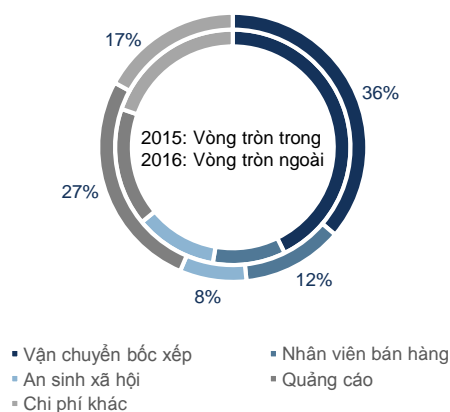
**Chi phí bán hàng**, có độ trễ nhất định so với doanh thu, để đáp ứng sự tăng trưởng trong sản xuất kinh doanh đòi hỏi phải tuyển dụng và mở rộng kênh phân phối do đó các loại chi phí này tăng. Tuy nhiên khi doanh thu giảm, doanh nghiệp không thể dễ dàng cắt giảm chi phí bán hàng vì những ràng buộc trong hợp đồng lao động hoặc hợp đồng phân phối. Thêm nữa, việc suy giảm doanh thu của DPM là do giá phân bón giảm, lượng tiêu thụ không giảm nên vẫn phải duy trì một số lượng lớn lực lượng bán hàng. Điều này khiến tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu ngày càng tăng, điển hình như năm 2016 là 9,2%, tăng rất mạnh so với mức 4,7% vào năm 2012.

### Cơ cấu chi phí bán hàng



Nguồn: BCTC, FPTC Research

### Tỷ trọng chi phí bán hàng



Nguồn: BCTC, FPTC Research

Trong thời gian tới chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng của DPM sẽ tăng với tốc độ chậm hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu do những năm qua DPM đã chi khá nhiều cho hoạt động quảng cáo, giới thiệu

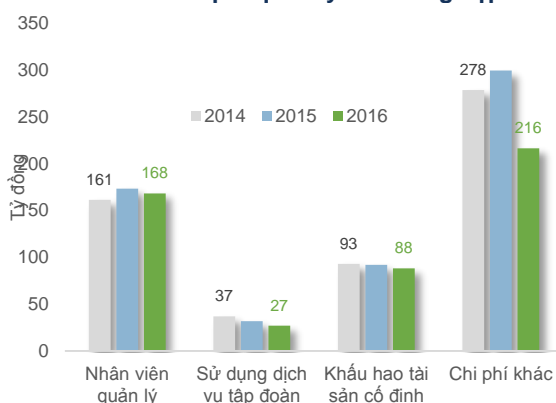
sản phẩm NPK, hệ thống kho bãi được đầu tư bài bản với một số địa điểm như kho Tây Ninh, kho Cái Cui-Cần Thơ, kho Vũng Áng-Hà Tĩnh, kho Gia Lai... nên những chi phí như vận chuyển bốc xếp cũng sẽ được kiểm soát tốt hơn.

Ngoài ra theo nhận định của DPM, hệ thống phân phối của Công ty đang khá cồng kềnh, do đó công ty đang có kế hoạch cắt giảm chi phí này đến 30%. Trong phần dự phóng của chúng tôi, chi phí bán hàng sẽ được dự phóng chi tiết, trong đó chi phí nhân viên tăng theo tốc độ tăng của doanh thu, chi phí vận chuyển tăng theo tốc độ tăng của giá dầu, chi phí khấu hao và quảng cáo sẽ tăng nhẹ trong khi chi phí an sinh xã hội và chi phí khác không thay đổi. Tỷ lệ chi phí bán hàng năm 2017 ở mức 10% doanh thu và từ năm 2018 sẽ giảm còn 9,1%.

**Đối với chi phí quản lý doanh nghiệp**, trước năm 2012 chi phí quản lý doanh nghiệp liên tục tăng, sau đó giảm cùng với mẫu hình suy giảm doanh thu và duy trì ở mức khoảng 6% doanh thu do những chi phí thưởng, trợ cấp dựa vào kết quả doanh thu, lợi nhuận.

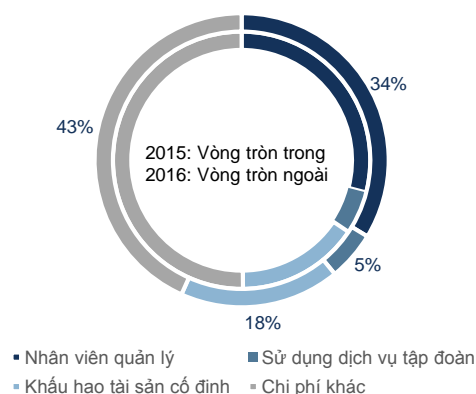
Chi phí khác là chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất với hơn 40% tổng chi phí quản lý doanh nghiệp, chi phí này liên quan đến các hoạt động trong tập đoàn và chi phí dự phòng khoản phải thu đối với các đối tác như Công ty Đầu tư Công đoàn Dầu Khí vào năm 2011 là 110 tỷ và PVTex vào năm 2015 là 101 tỷ. Theo chia sẻ của DPM, trong tình hình khó khăn như hiện nay DPM sẽ kiến nghị lên công ty mẹ để cắt giảm các loại chi phí quản lý với tập đoàn. Các loại chi phí còn lại như chi phí nhân viên quản lý, khấu hao và sử dụng dịch vụ của tập đoàn thì có xu hướng ổn định hoặc suy giảm nhẹ.

**Cơ cấu chi phí quản lý doanh nghiệp**



Nguồn: BCTC, FPTs Research

**Tỷ trọng chi phí quản lý doanh nghiệp**



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Hiện nay DPM đang đối mặt với vấn đề khá khó khăn và vượt khỏi tầm kiểm soát của công ty liên quan đến khoản đầu tư vào PVTex. Dự án PVTex là 1 trong 12 dự án thua lỗ đang bị Chính phủ kiểm soát chặt chẽ, việc vận hành hay cho phá sản dự án đang phụ thuộc vào quyết định của Thanh tra Chính phủ và Chính phủ cũng đã nêu rõ quan điểm là không hỗ trợ tài chính cho các dự án này.

DPM đã góp 562 tỷ vào dự án này và hiện là cổ đông lớn thứ 2 với tỷ lệ nắm giữ 26% Vốn chủ sở hữu của PVTex. Trong giai đoạn 2012-2015, DPM đã ghi nhận khoản lỗ Liên doanh liên kết hơn 500 tỷ từ dự án trên, ngoài ra DPM còn cam kết bảo lãnh đối ứng với số tiền 110,3 tỷ, đến ngày 30/6/2017, DPM đã thanh toán khoản nợ này và lập dự phòng nợ phải thu khó đòi phần 107 tỷ, phần còn lại 3,3 tỷ dự kiến sẽ được lập dự phòng trong quý 4/2017.

Chi phí tiềm tàng đối với nhà máy PVTex trong thời gian tới phụ thuộc vào phương án xử lý của Thanh tra chính phủ. Trong trường hợp phải phá sản hoặc bán vốn không thành công DPM có thể phải ghi nhận khoảng lỗ/lợi tương ứng với tỷ lệ góp vốn tại PVTex. Nếu trường hợp tái khởi động nhà máy xảy ra, tổng chi phí tái khởi động sẽ vào khoảng 249-256 tỷ. Với việc PVTex đã mất khả năng thanh toán do đó chi phí này có thể sẽ do các cổ đông PVTex gánh chịu và DPM hiện đang nắm giữ 26% vốn chủ sở hữu PVTex nên có thể sẽ phải gánh chịu 26% chi phí, tương đương khoảng 65-67 tỷ. Tuy nhiên nếu nhà máy sau khi tái khởi động và hoạt động hiệu quả tạo ra doanh thu lợi nhuận DPM sẽ được hoàn nhập các khoản dự phòng trước đây. Dù trong trường hợp nào xảy ra, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên theo dõi sát sao diễn biến này.



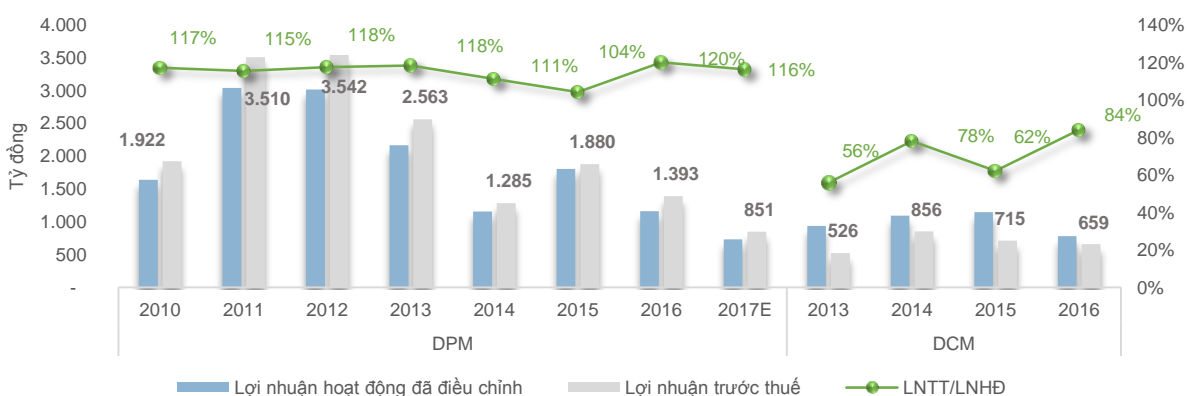
Trong thời gian tới, chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu (không tính đến các chi phí đối với nhà máy PVTex) sẽ không có nhiều đột biến do hiện nay bộ máy quản lý của DPM cơ bản đã ổn định, các khoản chi phí khấu hao cho quản lý doanh nghiệp cũng giảm dần. Các chi phí liên quan đến nhà máy PVTex do chưa có phương án xử lý rõ ràng nên chúng tôi không đưa vào mô hình dự phóng.

Từ những phân tích trên chúng tôi dự phóng chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng nếu xét về giá trị tuyệt đối sẽ không tăng nhiều, do đó tỷ lệ Lợi nhuận hoạt động/Lợi nhuận gộp sẽ dần cải thiện lên mức 50% vào năm 2017, từ năm 2018 sẽ tăng lên 60% do dự phóng lợi nhuận gộp tăng từ đóng góp của phân NPK.

#### 4. Lợi nhuận trước thuế

So với DCM, lợi nhuận trước thuế của DPM vượt trội hoàn toàn và Lợi nhuận trước thuế của DPM luôn cao hơn lợi nhuận hoạt động, trong khi ở DCM thì ngược lại do chi phí tài chính của DCM quá lớn vì công ty sử dụng nhiều nợ.

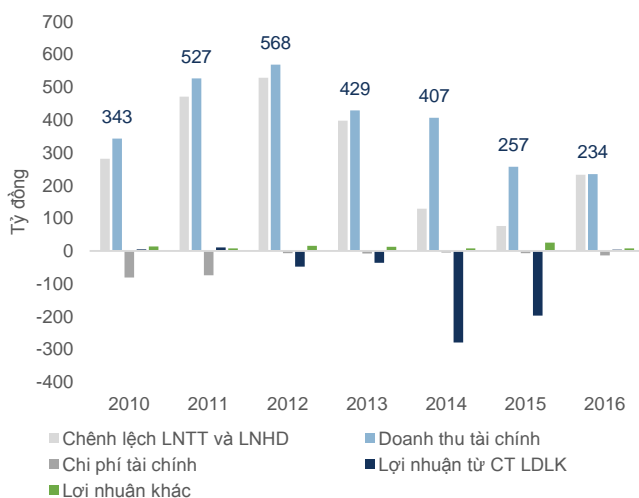
**Lợi nhuận trước thuế thu nhập doanh nghiệp**



Nguồn: BCTC, FPTs Research

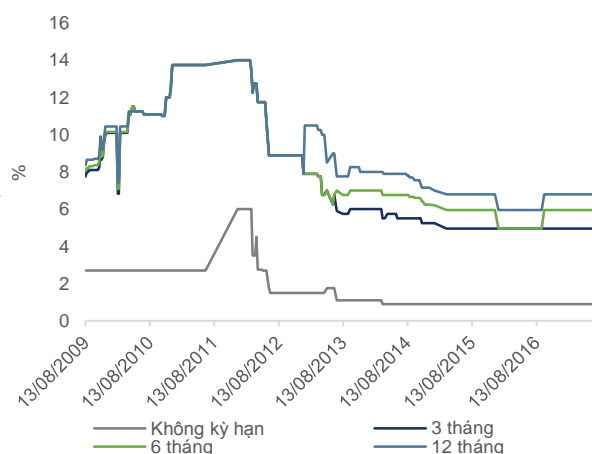
Tỷ lệ lợi nhuận trước thuế trên lợi nhuận hoạt động của DPM luôn duy trì ở mức trên 100% điều này cho thấy DPM có thu nhập từ hoạt động tài chính và thu nhập khác. Trong giai đoạn 2010-2013, tỷ lệ này dao động xung quanh ngưỡng 120%, nhưng đến năm 2014-2015 lại lần lượt giảm xuống khoảng 110 và 104% để rồi có sự cải thiện lên 120% vào năm 2016. Yếu tố gây nên biến động này chủ yếu là doanh thu từ tiền gửi và lãi lỗ từ hoạt động đầu tư Liên doanh liên kết như biểu đồ dưới đây:

**Doanh thu tài chính và doanh thu khác**



Nguồn: BCTC, FPTs Research

**Lãi suất huy động VND của nhóm NH TMNN**



Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

Từ 2010-2013 chênh lệch giữa LNTT và LNHD luôn xấp xỉ với doanh thu tài chính. Bên cạnh đó, trong năm 2014 và 2015 DPM ghi nhận khoản lỗ từ hoạt động đầu tư liên doanh liên kết với PVTex lần lượt

là -280 và -198 tỷ cũng là nguyên nhân làm suy giảm lợi nhuận trước thuế. Từ năm 2016 do nhà máy PVTex phải tạm đóng cửa và mặc dù không phát sinh lỗ hoạt động nhưng phát sinh lỗ tài chính, do đó khoản chi phí đã được chuyển sang Chi phí dự phòng khoản phải thu như chúng tôi đã đề cập ở phần Khoản phải thu và DPM không còn ghi nhận khoản lỗ từ Hoạt động đầu tư liên doanh liên kết.

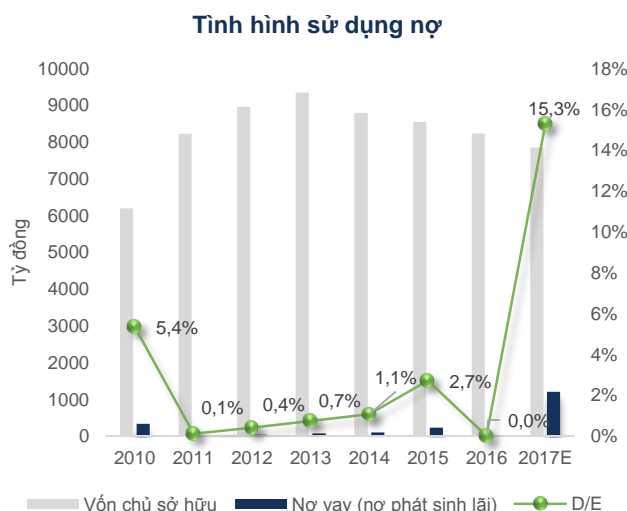
Một điểm đáng lưu ý là Chi phí tài chính của DPM rất thấp, nếu xét đến Chi phí lãi vay thì càng thấp hơn nữa, không năm nào Chi phí lãi vay của DPM vượt ngưỡng 50 tỷ, thậm chí chi phí trả lãi năm 2016 chỉ vón vón 4,4 tỷ. Điều này cho thấy DPM chịu rủi ro rất thấp liên quan đến khả năng trả nợ vay và biến động lãi suất do DPM hầu như không sử dụng nợ. Ngoài ra DPM cũng không phát sinh nhiều chi phí Lãi/lỗ từ chênh lệch tỷ giá do có hơn 95% doanh thu của DPM được thực hiện tại Việt Nam.

Lãi tiền gửi là yếu tố chính đóng góp vào doanh thu tài chính của DPM với tỷ lệ hơn 90%. Tuy nhiên từ cuối năm 2011 đến nay lãi suất tiền gửi liên tục giảm nên làm cho lãi tiền gửi cũng giảm theo. Khoản tiền và tương đương tiền của DPM trong hơn 5 năm qua luôn được duy trì không dưới 3.500 tỷ, điển hình như quý 3/2017 DPM có 2.622 tỷ tiền và tương đương tiền cùng với 735 tỷ đầu tư tài chính ngắn hạn. Với số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện tại là 391 triệu thì tiền và tương đương tiền trên mỗi cổ phần của DPM là hơn 8.600 đồng/cổ phiếu trong khi thị giá tại ngày 10/1/2018 là 22.300 đồng.

Từ năm 2012-2015, lợi nhuận từ hoạt động đầu tư LDLK vào PVTex đã bào mòn lợi nhuận của DPM rất nhiều, đỉnh điểm là vào năm 2014 khi DPM ghi nhận khoản lỗ 280 tỷ từ hoạt động này. Từ năm 2016 nhà máy PVTex đã dừng hoạt động nên không phát sinh lãi lỗ từ đầu tư LDLK, trong thời gian tới khả năng phát sinh lãi lỗ còn phụ thuộc vào phương án xử lý của Chính phủ.

### Tình hình sử dụng nợ và khả năng trả nợ

Tỷ lệ D/E (Nợ phát sinh lãi/ Vốn chủ sở hữu) rất thấp trong những năm qua, thậm chí có năm tỷ lệ này giảm xuống đến 0%. Tuy nhiên do DPM đang đầu tư tổ hợp nhà máy mới với quy mô hơn 5.000 tỷ nên chúng tôi dự phóng trong năm 2017 DPM sẽ vay 1.200 tỷ trong tổng số dự toán 2.000 tỷ của tổ hợp này, nâng tỷ lệ D/E năm 2017 lên 15%. Xét thêm chỉ số CFO/lãi vay, mặc dù đang có xu hướng giảm dần nhưng vẫn ở mức rất cao, đến 367 lần vào năm 2016.



Nguồn: BCTC, FPTIS Research



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

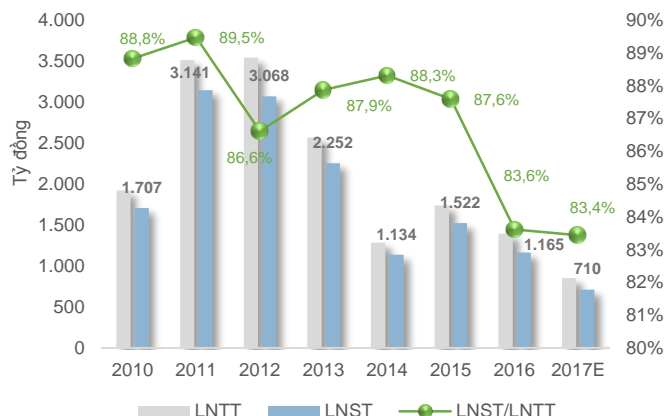
Để tài trợ cho nhà máy NPK, DPM đã có kế hoạch vay PGBank 2.000 tỷ với tài sản đảm bảo là toàn bộ nhà máy NPK. Khoản vay này có thời hạn vay tối đa 108 tháng từ ngày giải ngân đầu tiên. Thời gian ân hạn 2 năm tính từ ngày giải ngân đầu tiên 9/2/2017. Khoản vay 2.000 tỷ này bao gồm 50% là nội tệ và 50% khoản vay USD. Đối với khoản vay nội tệ lãi suất vay được dựa vào lãi suất Liên Ngân hàng cộng với biên độ 2,5%. Trong khi khoản vay bằng ngoại tệ lãi suất được neo vào lãi suất Libor kỳ hạn 6 tháng cộng với 2,5%. Đến cuối quý 3/2017, DPM đã vay 627 tỷ, phần còn lại được giải ngân đến năm 2018.

Xét đến khả năng thanh toán, có thể thấy chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh của DPM là rất cao và khá ổn định. Chỉ số thanh toán hiện hành dao động xung quanh mức trung bình là 6. Chênh lệch hai chỉ số này trong biên độ hẹp cũng cho thấy khoản mục Hàng tồn kho của DPM được quản lý khá tốt, một điều rất cần thiết đối với doanh nghiệp hoạt động trong môi trường cạnh tranh cao.

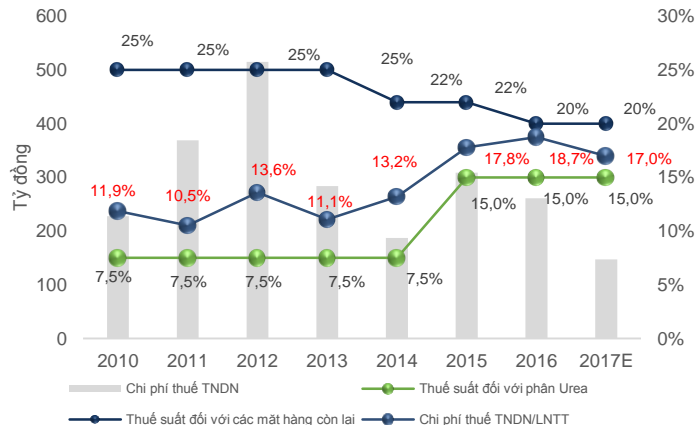
#### 4. Lợi nhuận sau thuế

Đối với hoạt động kinh doanh phân urea được sản xuất tại nhà máy Đạm Phú Mỹ, Công ty mẹ được hưởng thuế suất ưu đãi là 15%, miễn thuế trong 4 năm đầu khi có lãi và giảm 50% trong 7 năm tiếp theo. Như vậy với việc nhà máy Đạm Phú Mỹ đã hoạt động có lãi từ năm 2004 thì đến năm 2015 DPM chỉ còn được hưởng thuế suất ưu đãi 15% và duy trì mức thuế này đến hết vòng đời nhà máy.

**Lợi nhuận sau thuế**



**Thuế suất thuế TNDN**



Nguồn: BCTC, FPT Research

Nguồn: BCTC, FPT Research

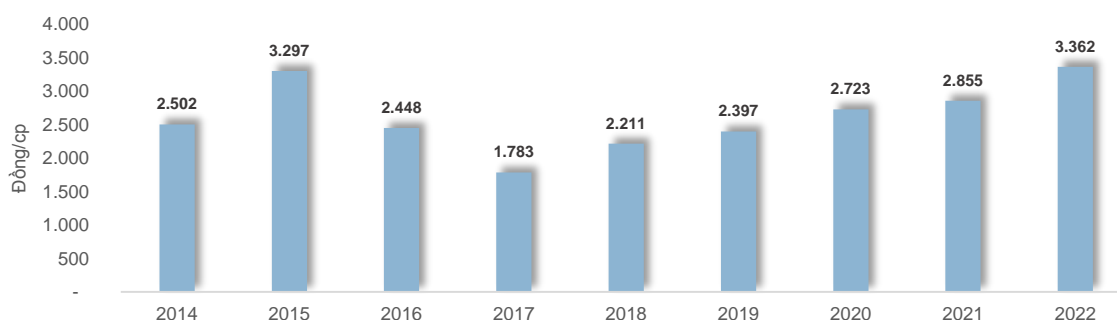
Đối với lợi nhuận từ các hoạt động khác, thuế suất thuế TNDN sẽ không được ưu đãi mà phải chịu thuế theo thuế suất thuế TNDN cơ bản, năm 2015 là 22% và 2016 là 20%. Đối với lợi nhuận từ tổ hợp NPK-NH<sub>3</sub> mới, thuế suất thuế thu nhập dựa trên thuế suất hiện hành là 20%, tuy nhiên trong 2 năm đầu sẽ được miễn thuế dự kiến bắt đầu từ năm 2018, sau đó giảm 50% trong 4 năm tiếp theo trước khi phải nộp thuế bằng thuế suất hiện hành.

Do lợi nhuận của DPM chủ yếu đến từ mảng sản xuất urea và chịu thuế suất thuế TNDN 7,5% giai đoạn 2004-2014, 15% từ năm 2015 đến nay nên biến động thuế suất của mảng urea cũng làm cho thuế suất thực tế của cả doanh nghiệp bị thay đổi theo. Điển hình như giai đoạn 2014-2015, thuế suất mảng urea tăng từ 7,5% lên 15% khiến thuế suất thuế TNDN thực tế cũng tăng từ 13% lên 17,8%. Lợi nhuận mảng urea năm 2017 tiếp tục suy giảm làm cho thuế suất thực tăng lên vì các hoạt động kinh doanh khác chịu thuế suất là 20%, do đó dự phóng thuế suất thực 2017 sẽ vào khoảng 17%. Trong thời gian đến năm 2022, chúng tôi dự phóng thuế suất thực của DPM chỉ xung quang ngưỡng 15% vì được ưu đãi từ nhà máy NPK.

Cũng do việc thuế suất thực trong 3 năm gần đây tăng lên đã làm cho LNST/LNTT giảm từ 88% năm 2014 xuống chỉ còn 83,6% năm 2016. Dự phóng năm 2017 tiếp tục giảm nhưng từ sau năm 2018 chỉ số này sẽ tăng trở lại do những ưu đãi thuế TNDN.

Năm 2017, với việc giá dầu tăng vọt cùng với nhà máy bảo trì nên chúng tôi ước tính Lợi nhuận sau thuế hợp nhất của DPM chỉ đạt 710 tỷ, -40% yoy, Lợi ích của cổ đông thiểu số là 16 tỷ và Lợi ích của cổ đông công ty mẹ là 705 tỷ, -40% yoy. Trong năm 2018, chúng tôi dự phóng Lợi nhuận sau thuế hợp nhất sẽ đạt 879 tỷ, +24% yoy, và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ là 861 tỷ.

#### Thu nhập trên mỗi cổ phần - EPS



Nguồn: BCTC, FPT Research

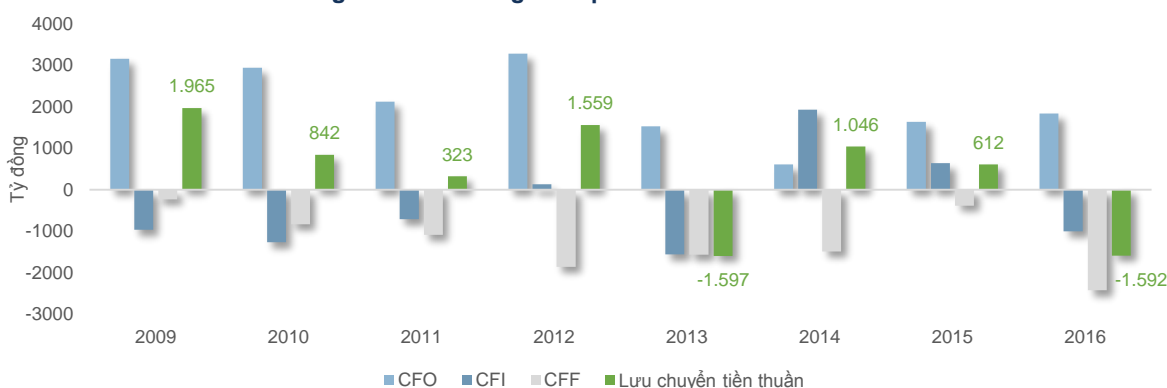
Thu nhập mỗi cổ phần của DPM liên tục giảm trong nhiều năm qua do lợi nhuận giảm. Trong năm 2017, chúng tôi ước tính EPS đạt 1.783 đồng/cổ phiếu, -27% yoy, nếu điều chỉnh trừ đi Quỹ khen thưởng phúc lợi 15% EPS chỉ đạt 1.516 đồng.

Năm 2018 chúng tôi dự phóng EPS sẽ cải thiện lên 2.211 đồng/cp, +24% yoy, duy trì giả định công ty tiếp tục trích 15% lợi nhuận sau thuế cho quỹ khen thưởng phúc lợi, chúng tôi dự phóng EPS năm 2018 sẽ đạt 1.880 đồng/cổ phiếu.

Mặc dù ở mức EPS hiện tại và so với các doanh nghiệp trong ngành, EPS của DPM đang thấp, tuy nhiên với một doanh nghiệp có cấu trúc tài chính lành mạnh, có hệ thống phân phối và thương hiệu hàng đầu như DPM thì mức EPS hiện tại có thể chấp nhận được đối với khẩu vị đầu tư rủi ro thấp.

## 5. Phân tích dòng tiền

**Dòng tiền của DPM giai đoạn 2009-2016**

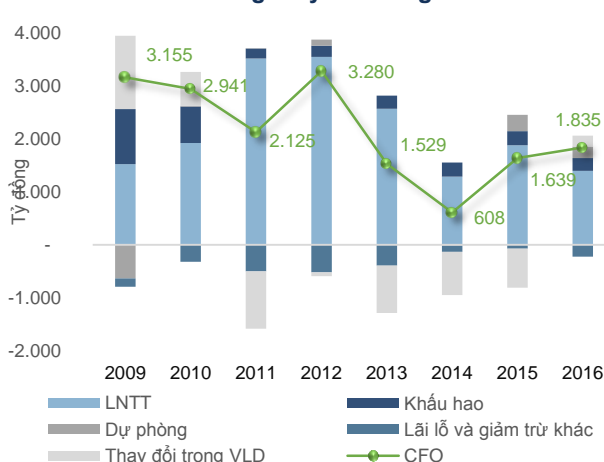


Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Xét trên 2 khía cạnh là CFF liên tục âm chủ yếu là chi trả cổ tức trong khi CFO liên tục dương rất lớn cùng với thực tế DPM sử dụng nợ rất ít thì có thể thấy dòng tiền của DPM rất an toàn. Trong giai đoạn 2009-2011 do DPM đầu tư mở rộng công suất nhà máy nên CFI trong những năm này liên tục âm, tuy nhiên với tiềm lực tài chính quá mạnh mẽ của mình nên DPM chỉ cần dùng CFO cũng đủ để tài trợ. Đến năm 2016, do nhu cầu nhu cầu đầu tư nhà máy mới bắt đầu tăng dần, CFI bắt đầu âm nhưng CFF vẫn âm, điều đó cho thấy DPM vẫn chưa có nhu cầu sử dụng nguồn tài trợ từ bên ngoài.

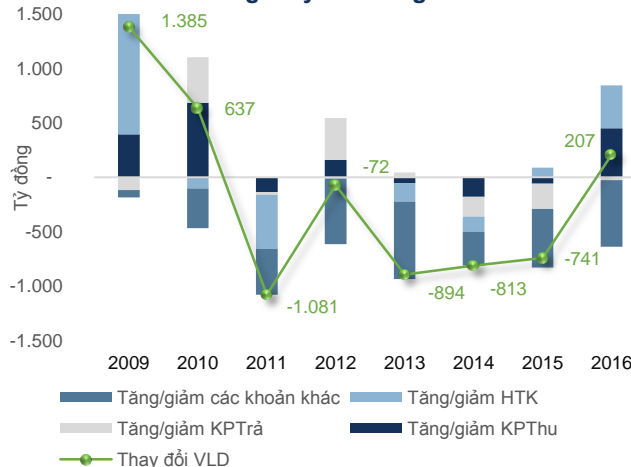
### 5.1. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh - CFO

**Những thay đổi trong CFO**



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

**Những thay đổi trong VLD**



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Có thể xét dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của DPM thành 2 giai đoạn:

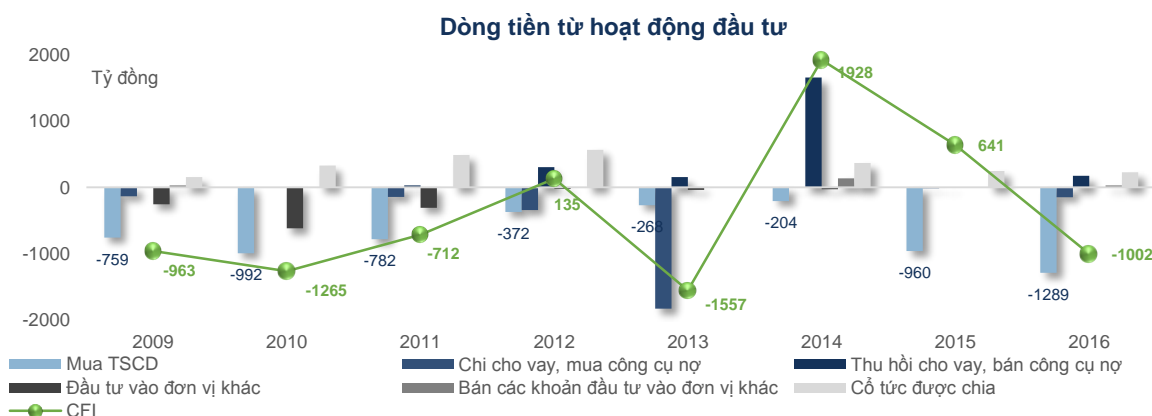
Trước năm 2012: Giai đoạn này lợi nhuận của DPM tăng rất mạnh đã kéo theo CFO liên tục tăng và đạt mức cao nhất vào năm 2012 là 3.280 tỷ. Tình hình kinh doanh tăng trưởng tốt như vậy cũng làm cho

nhu cầu vốn lưu động (VLĐ) cũng giảm khi các khoản mục như Hàng tồn kho, khoản phải hay phải trả đều có xu hướng giảm là nguyên nhân thúc đẩy tăng trưởng CFO.

Sau năm 2012: Lợi nhuận của DPM bắt đầu giảm dần cùng với nhu cầu VLĐ duy trì ở mức cao đã làm cho CFO ngày càng giảm. Tuy nhiên do việc kinh doanh của DPM không có nhiều biến động trong khi VLĐ luôn âm do công ty trả trước cho các nhà cung cấp để xây dựng nhà máy nên không có những thay đổi đột biến trong VLĐ tác động lên CFO, mà thay vào đó là sự gia tăng mức độ chi phối của lợi nhuận. Giai đoạn những năm 2014-2015 thể hiện rõ nhất tác động trên. Khi lợi nhuận 2014 giảm mạnh CFO cũng giảm và cải thiện mạnh mẽ vào năm 2015. Đến năm 2016, khi các khoản phải trả, chủ yếu là Khoản phải trả cổ tức giảm mạnh nên VLĐ đã tăng mạnh và góp phần kéo CFO lên 1.835 tỷ.

Việc CFO bị chi phối nhiều từ lợi nhuận giúp cho việc đánh giá và dự báo CFO trong tương lai dễ dàng hơn, nó cho thấy được chất lượng lợi nhuận của DPM là rất cao, đây là lợi nhuận thực bằng tiền mặt.

## 5.2. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư - CFI

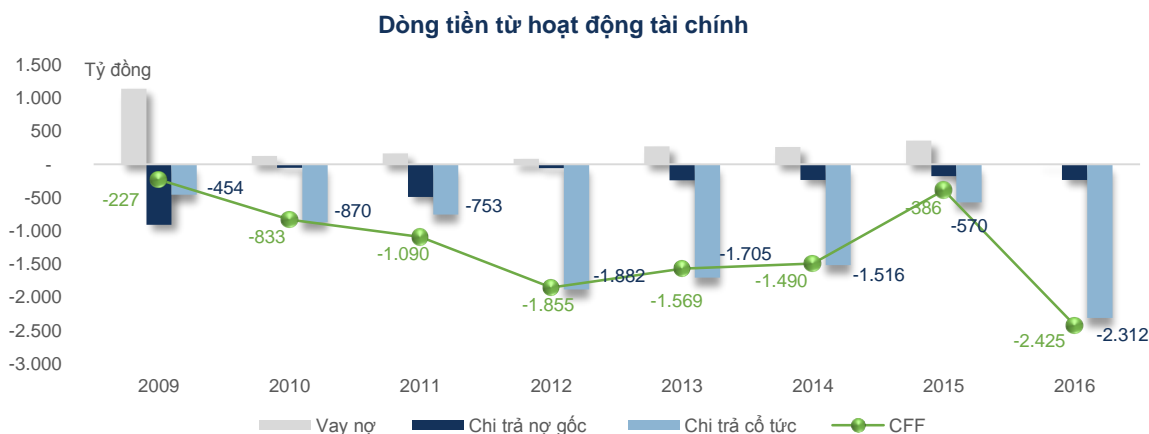


Nguồn: BCTC, FPTC Research

Giai đoạn 2009-2011, DPM chi tiêu cho việc mở rộng công suất nhà máy Đạm Phú Mỹ cũng như xây dựng nhiều kho phân phối ở nhiều tỉnh thành trên cả nước nên chi cho TSCĐ trong giai đoạn này khá lớn khiến CFI liên tục âm. Ngoài ra DPM cũng chi đầu tư vào công ty liên doanh liên kết như Công ty Cổ phần Đầu tư Tài chính Công đoàn Dầu khí 117 tỷ.

Trong giai đoạn 2015-2016, DPM đầu tư vào nhà máy mới khiến chi cho TSCĐ tăng lên và do đó làm CFI cũng giảm mạnh từ mức 1.928 tỷ năm 2014 xuống còn -1.002 tỷ năm 2016. Tính đến cuối năm 2017, DPM đã giải ngân 2.986 tỷ vào nhà máy NPK và NH<sub>3</sub>. Với việc ước tính tổng chi phí xây dựng tổ hợp nhà máy này vào khoảng 4.900 tỷ thì áp lực chi đầu tư đầu năm 2018 vẫn sẽ rất lớn.

## 5.3. Dòng tiền từ hoạt động tài chính - CFF



Nguồn: BCTC, FPTC research

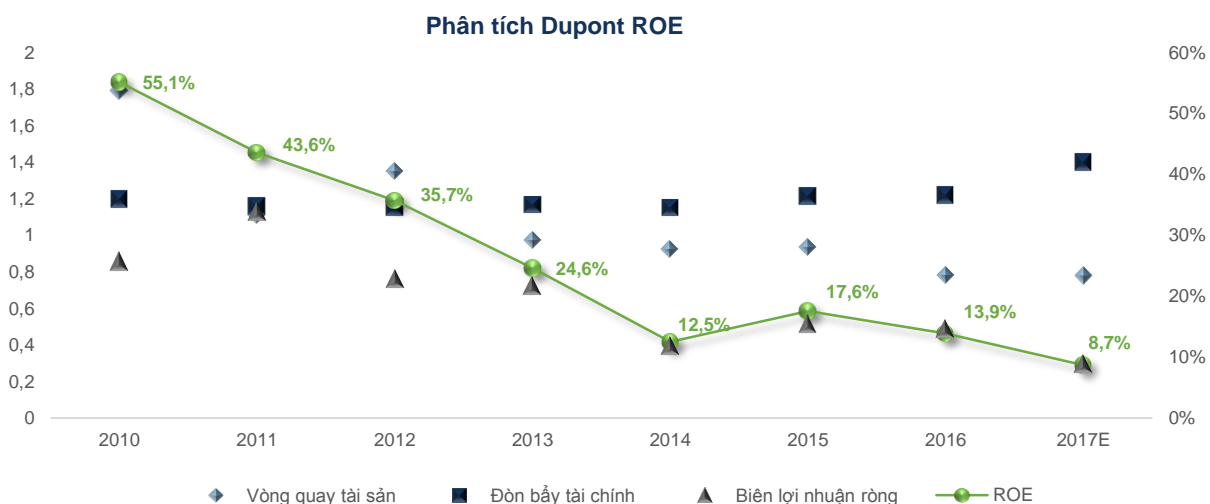
CFF của DPM liên tục âm trong suốt 8 năm qua, điều đó cho thấy DPM vẫn có thể tự tài trợ được các nhu cầu chi tiêu của mình bằng CFO mà không cần đến nguồn tài trợ bên ngoài. Các khoản vay và trả trong năm chủ yếu phục vụ nhu cầu vốn ngắn hạn trong hoạt động kinh doanh.



Cổ tức là yếu tố ảnh hưởng mạnh nhất đến CFF, điển hình như năm 2014 khi DPM chi trả cổ tức 1.516 tỷ thì CFF âm 1.490 tỷ, đến năm 2015 do DPM chỉ mới tạm trả cổ tức 570 tỷ nên CFF cũng chỉ âm 386 tỷ, và đến năm 2016 cũng tương tự, chi cổ tức 2.312 tỷ thì CFF lúc này âm 2.425 tỷ. Trong thời gian tới, CFF có thể sẽ dương do DPM đặt kế hoạch chi trả cổ tức chỉ 20% và vay thêm nợ cho nhà máy NPK.

## 6. Hiệu quả sử dụng Vốn chủ sở hữu

ROE của DPM bị ảnh hưởng chủ yếu từ biên lợi nhuận sau thuế và hiệu quả sử dụng tài sản. Xu hướng thay đổi trong biên lợi nhuận ròng và ROE gần giống nhau hoàn toàn, trong khi đó hiệu quả sử dụng tài sản có mức độ tương đồng với ROE thấp hơn, điển hình như năm 2012 do doanh thu tăng mạnh nhưng lợi nhuận không tăng tương ứng do mảng phân phối có biên lợi nhuận thấp, do đó ROE vẫn bị suy giảm.



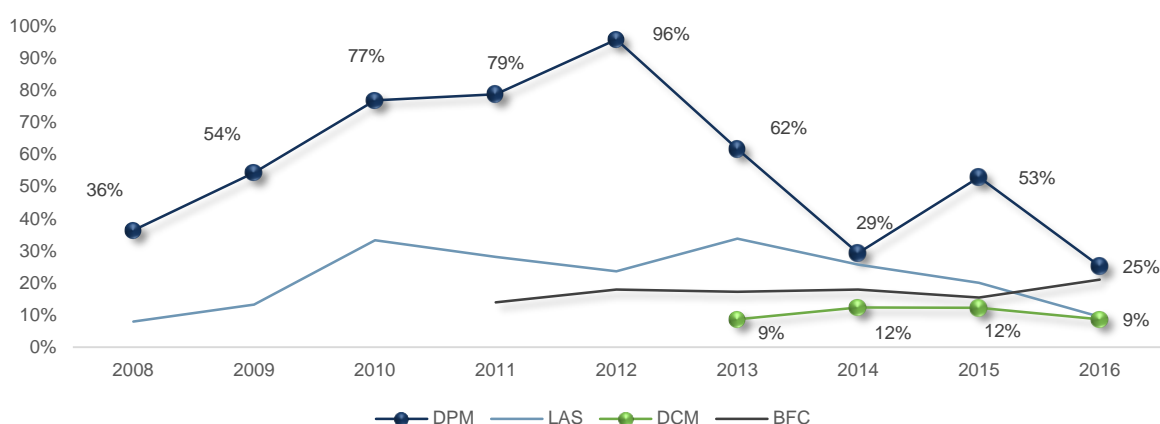
Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Năm 2016, ROE đã suy giảm từ mức 18% xuống còn 14% với nguyên nhân chủ yếu từ việc suy giảm hiệu quả sử dụng tài sản do trong năm qua doanh thu DPM đã giảm đến 18% trong khi tài sản không biến động nhiều, cùng với đó biên lợi nhuận ròng cũng giảm nhẹ từ 15% xuống còn 14%.

Năm 2017, mặc dù doanh thu của DPM có tăng trưởng nhưng vì biên lợi nhuận ròng giảm mạnh chỉ còn 9,1% đã làm cho ROE cũng giảm theo, chúng tôi ước tính ROE chỉ đạt 8,7%. Tuy nhiên bước sang năm 2018 sẽ cải thiện đáng kể lên 11,1% do công ty sử dụng đòn bẩy nhiều hơn.

Do DPM có nhiều tiền mặt hơn các doanh nghiệp trong ngành và khác biệt về cấu trúc vốn nên việc so sánh ROE không mang nhiều ý nghĩa, do đó chúng tôi sử dụng chỉ số ROIC - Lợi nhuận trên Vốn đầu tư- dưới đây để so sánh hiệu quả sử dụng vốn. Trong phép tính của chúng tôi, suất sinh lời chỉ bao gồm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (Lợi nhuận gộp trừ Chi phí bán hàng và Quản lý doanh nghiệp), còn vốn đầu tư bao gồm Vốn chủ sở hữu cộng với Nợ phát sinh lãi sau đó trừ đi Tiền và tương đương tiền.

## So sánh ROIC giữa các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Các BCTC, FPTIS Research

Từ năm 2008-2012, ROIC liên tục tăng nhưng những năm gần đây lại suy giảm do lợi nhuận bị giảm sút, mặc dù vậy vẫn cao hơn các doanh nghiệp trong ngành rất nhiều. Trong năm 2016 ROIC của DPM đạt 25%. Trong năm 2017, dựa trên hoạt động kinh doanh hiện tại chúng tôi ước tính ROIC của DPM đạt 18%, cao hơn suất chiết khấu WACC là 12,39% mà chúng tôi sử dụng để chiết khấu dòng tiền trong mô hình định giá, điều này cho thấy khoản đầu tư vào DPM vẫn tạo ra giá trị tài sản dương, công ty vẫn tạo ra suất sinh lời cho cổ đông và chủ nợ lớn hơn chi phí sử dụng vốn.

### III. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

#### Các chỉ số tài chính quan trọng

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Khả năng sinh lời</b>								
LN gộp/Doanh thu	32,3%	30,2%	25,4%	25,8%	26,1%	25,9%	25,7%	26,5%
EBITDA/Doanh thu	21,2%	17,8%	11,4%	14,6%	16,2%	16,8%	17,2%	18,6%
EBIT/Doanh thu	18,5%	14,7%	8,7%	10,1%	10,9%	11,5%	11,6%	12,8%
LNST/Doanh thu	15,6%	14,7%	9,1%	9,8%	10,0%	10,5%	10,6%	11,9%
ROE	16,8%	13,6%	8,7%	11,1%	12,2%	13,9%	14,4%	16,6%
ROA	14,6%	11,1%	6,9%	8,8%	8,8%	9,7%	10,3%	12,0%
EPS cơ bản	3.297	2.448	1.783	2.211	2.397	2.723	2.855	3.362
EPS điều chỉnh Quỹ KTPL (-15%)			1.516	1.880	2.037	2.314	2.427	2.858
<b>Hiệu quả hoạt động</b>								
Số ngày phải thu bình quân	5,3	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Số ngày tồn kho bình quân	78,9	75,5	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Số ngày phải trả bình quân	17,5	23,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Vòng quay TSCĐ	5,69	3,54	2,20	2,07	2,35	2,80	3,10	3,54
Vòng quay Tổng tài sản	0,93	0,77	0,78	0,83	0,86	0,93	0,96	1,00
<b>Khả năng thanh toán</b>								
Chỉ số thanh toán hiện hành	4,40	5,02	4,79	4,92	4,96	4,78	4,84	4,95
Chỉ số thanh toán nhanh	3,66	4,22	3,60	3,74	3,78	3,60	3,66	3,78
Chỉ số thanh toán tức thời	3,21	3,78	3,05	3,22	3,24	3,00	3,02	3,17
<b>Đòn bẩy tài chính</b>								
Nợ phải trả/VCSH	22,0%	14,4%	12,8%	14,9%	15,7%	16,8%	17,0%	17,1%
<b>Tổng nợ vay/Tổng tài sản</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>11,5%</b>	<b>16,4%</b>	<b>14,6%</b>	<b>12,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>8,4%</b>
<b>Tổng nợ vay/VCSH</b>	<b>2,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>15,3%</b>	<b>23,5%</b>	<b>20,6%</b>	<b>17,5%</b>	<b>14,4%</b>	<b>11,2%</b>

#### Bảng cân đối kế toán

ĐVT: Tỷ đồng

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>TÀI SẢN</b>									
Tiền & tương đương tiền	5.078	5.691	4.099	2.162	2.804	3.022	3.016	3.153	3.592
Đầu tư tài chính ngắn hạn	76	81	55	775	775	775	775	775	775
Khoản phải thu ngắn hạn	404	821	513	559	596	658	802	881	881
Hàng tồn kho	1.492	1.365	923	1.196	1.371	1.445	1.571	1.627	1.691
TSNH khác	149	125	227	127	156	172	192	211	202
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>7.200</b>	<b>8.083</b>	<b>5.816</b>	<b>4.819</b>	<b>5.702</b>	<b>6.072</b>	<b>6.357</b>	<b>6.647</b>	<b>7.141</b>
TSCĐ hữu hình	1.654	1.777	2.697	4.405	4.287	3.811	3.565	3.301	3.029
Đầu tư công ty con, LDLK	232	47	45	45	45	45	45	45	45
TSCĐ vô hình	916	903	845	1.055	1.030	1.003	977	951	924
TSĐH khác	110	87	163	94	109	115	125	129	135
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2.911</b>	<b>2.814</b>	<b>3.751</b>	<b>5.600</b>	<b>5.471</b>	<b>4.974</b>	<b>4.712</b>	<b>4.426</b>	<b>4.133</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>10.111</b>	<b>10.897</b>	<b>9.567</b>	<b>10.419</b>	<b>11.173</b>	<b>11.047</b>	<b>11.069</b>	<b>11.073</b>	<b>11.273</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>									
Nợ vay ngắn hạn	94	2	-	-	-	-	-	-	-
Khoản phải trả ngắn hạn	365	361	475	452	521	551	598	617	649
Phải trả ngắn hạn khác	1.044	1.835	1.159	1.005	1.159	1.225	1.330	1.372	1.442
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>1.502</b>	<b>2.198</b>	<b>1.635</b>	<b>1.457</b>	<b>1.680</b>	<b>1.776</b>	<b>1.928</b>	<b>1.989</b>	<b>2.091</b>
Nợ vay dài hạn	1	230	-	1.200	1.833	1.611	1.389	1.167	944
Phải trả dài hạn khác	61	306	180	180	180	180	180	180	180
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>62</b>	<b>536</b>	<b>180</b>	<b>1.380</b>	<b>2.014</b>	<b>1.791</b>	<b>1.569</b>	<b>1.347</b>	<b>1.125</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1.564</b>	<b>2.734</b>	<b>1.815</b>	<b>2.838</b>	<b>3.693</b>	<b>3.567</b>	<b>3.497</b>	<b>3.336</b>	<b>3.215</b>
<b>LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	<b>217</b>	<b>192</b>	<b>174</b>	<b>189</b>	<b>207</b>	<b>226</b>	<b>247</b>	<b>268</b>	<b>291</b>
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>									
Vốn góp CSH	3.800	3.800	3.914	3.914	3.914	3.914	3.914	3.914	3.914
LN giữ lại	1.470	1.038	625	433	382	393	512	674	1.005
Quỹ khác thuộc CSH	3.518	3.518	3.516	3.497	3.497	3.497	3.497	3.497	3.497
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.788</b>	<b>8.356</b>	<b>8.055</b>	<b>7.844</b>	<b>7.793</b>	<b>7.804</b>	<b>7.923</b>	<b>8.085</b>	<b>8.416</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>10.111</b>	<b>10.919</b>	<b>9.569</b>	<b>10.419</b>	<b>11.173</b>	<b>11.047</b>	<b>11.069</b>	<b>11.073</b>	<b>11.273</b>

**Báo cáo Hoạt động kinh doanh**
**ĐVT: Tỷ đồng**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu	9.549	9.765	7.925	7.804	8.996	9.511	10.324	10.653	11.196
Giá vốn hàng bán	7.121	6.612	5.529	5.820	6.673	7.031	7.647	7.917	8.229
LN gộp	2.428	3.153	2.396	1.984	2.323	2.479	2.677	2.736	2.967
Biên LN gộp	25%	32%	30%	25%	26%	26%	26%	26%	27%
Chi phí bán hàng & QLDN	1.272	1.348	1.235	1.302	1.414	1.441	1.488	1.499	1.530
EBITDA	1.422	2.070	1.409	888	1.310	1.540	1.737	1.833	2.087
Khấu hao	266	265	248	206	402	502	547	596	650
EIBT	1.156	1.805	1.161	682	909	1.038	1.189	1.237	1.437
Doanh thu tài chính	405	256	233	164	168	179	177	183	204
Chi phí tài chính	5	7	14	8	60	129	126	120	110
Lợi nhuận khác	7	25	8	13	13	15	12	13	13
LNTT	1.563	2.079	1.388	851	1.030	1.103	1.253	1.313	1.544
Thuế TNDN	150	358	228	145	154	154	175	184	216
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	- 280 -	198	4	4	4	4	4	4	4
Quỹ khen thưởng phúc lợi	144	236	186	104	129	140	159	167	196
Lợi ích cổ đông thiểu số	38	34	24	16	18	19	21	21	22
LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ	1.095	1.489	1.139	695	861	934	1.061	1.112	1.310
Chi trả cổ tức	1.520	1.520	1.370	783	783	783	783	783	783
LN giữ lại	- 569 -	267 -	416 -	192 -	51	11	119	163	331

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**
**ĐVT: Tỷ đồng**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Lợi nhuận sau thuế	710	879	953	1.081	1.134	1.332
<b>Điều chỉnh:</b>						
Khấu hao	206	402	502	547	596	650
(Lãi) lỗ từ thanh lý tài sản						
(Lãi) lỗ từ công ty LDLK	4	4	4	4	4	4
(Lãi) lỗ hoạt động đầu tư khác	13	13	15	12	13	13
<b>LN hoạt động trước thay đổi VLĐ</b>	899	1.264	1.436	1.612	1.713	1.965
<i>(Tăng) giảm khoản phải thu</i>	- 46 -	37 -	62 -	144 -	80 -	0
<i>(Tăng) giảm hàng tồn kho</i>	- 273 -	175 -	74 -	127 -	56 -	64
<i>(Tăng) giảm TSNH khác</i>	- 99 -	29	16	20	19 -	9
<i>Tăng (giảm) Khoản phải trả</i>	- 23	69	30	47	19	31
<i>Tăng (giảm) Phải trả ngắn hạn khác</i>	- 154	154	66	105	42	70
<b>(Tăng) giảm Vốn lưu động</b>	- 596	39 -	23 -	99 -	55	29
Chi khác cho HĐKD	- 104 -	129 -	140 -	159 -	167 -	196
Thu khác từ HĐKD	99	29 -	16 -	20 -	19	9
Điều chỉnh dòng tiền	- 18	326	466	175	248	272
<b>CFO</b>	280	1.470	1.722	1.510	1.720	2.078
Chi mua sắm, đầu tư TSCĐ	1.901	459	237	265	294	341
Lãi/lỗ thanh lý TSCĐ						
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chi	13	13	15	12	13	13
(Tăng) giảm đầu tư tài chính ngắn hạn	720	-	-	-	-	-
(Tăng) giảm đầu tư vào công ty khác	-	-	-	-	-	-
<b>CFI</b>	2.634	472	252	278	308	354
Tăng (giảm) các khoản vay ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
Tăng (giảm) các khoản vay dài hạn	1.200	633	222	222	222	222
Chi trả cổ tức	783	783	783	783	783	783
Tăng (giảm) vốn góp CSH	-	-	-	-	-	-
<b>CFF</b>	417	- 149 -	1.005	1.005	1.005	1.005
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	- 1.936	849	465	227	407	719
Số dư Tiền đầu năm	4.099	1.955	2.557	2.789	2.746	2.873
<b>Số dư Tiền cuối năm</b>	2.162	2.804	3.022	3.016	3.153	3.592

**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 kỳ 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 01 cổ phiếu DPM và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của 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 <https://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**

52 đường Lạc Long Quân,  
Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội  
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.4) 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,  
Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.8) 6 290 8686  
Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,  
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng  
ĐT: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888