

TỔNG CTCP PHÂN BÓN & HÓA CHẤT DẦU KHÍ (DPM) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND20.400	Giá mục tiêu VND24.100	Tỷ suất cổ tức 6,9%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Phân bón
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	--------------------------------	--------------------------

Ngày 07/04/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Trung lập
Định giá: Tích cực

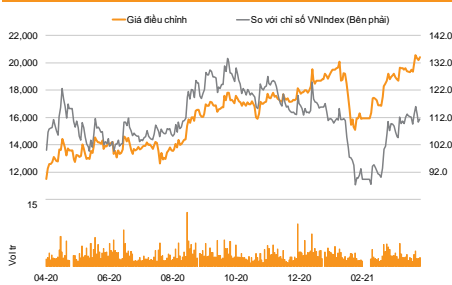
Consensus*: Mua:4 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 19,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Nâng dự phóng EPS 2021-2022 lên 21,9% - 19,5%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	20.550
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11.492
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	46.518tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	7.905
Free float (%)	9
P/E trượt (x)	12,1
P/B hiện tại (x)	0,8

Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam	59,6%
Edgbaston	5,0%
Agrimex	3,9%
Khác	31,50%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Văn Anh

anh.phanvan@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Triển vọng tươi sáng vẫn tiếp diễn

- Kỳ vọng năm 2021 là một năm đầy hứa hẹn của thị trường phân bón nhờ giá ure tăng, bù lại cho chi phí sản xuất tăng cao.
- Nâng đánh giá lên Khả quan với giá mục tiêu mới là 24.100 đồng do nâng EPS giai đoạn 2021-2022 và tăng P/E mục tiêu.

KQKD năm 2020 rực rỡ nhờ giá khí ở mức thấp

Doanh thu thuần năm 2020 của Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) tăng 1,1% svck trong khi sản lượng tiêu thụ urê của công ty tăng 19,6% so với cùng kỳ. Giá khí đầu vào thấp đã nâng biên lợi nhuận gộp của DPM trong năm 2020 lên 22,3% từ mức 18,2% năm 2019. Lợi nhuận tài chính trong 2020 tăng từ 33 tỷ đồng lên 85 tỷ đồng nhờ khoản đầu tư ngắn hạn tăng trong khi chi phí lãi vay giảm, từ đó cắt giảm được chi phí tài chính. Lợi nhuận ròng năm 2020 tăng mạnh 83,0% so với cùng kỳ, vượt 64% kế hoạch năm.

Sản lượng tiêu thụ urê năm 2021 dự kiến giảm nhẹ 5% so với cùng kỳ

DPM đã hoãn kế hoạch bảo dưỡng định kỳ nhà máy tới tháng 4 năm 2021 để tận dụng nguồn cung khí giá rẻ trong năm 2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sản xuất năm 2021 của DPM sẽ giảm 5% xuống mức 785.000 tấn.

Chúng tôi nâng biên lợi nhuận gộp của DPM nhờ giá phân đạm tăng

Chúng tôi nâng giá định giá dầu trung bình năm 2021 lên 60 USD/thùng (+20% svck), nhờ các gói kích thích kinh tế cùng các tín hiệu tích cực từ phía OPEC+ nhằm bình ổn giá dầu trong năm 2021. Giá urê trong nước đồng thời tăng mạnh (+ 51,6% kể từ đầu năm) nhờ: (1) giá khí tăng đẩy chi phí sản xuất lên cao, (2) giá lương thực tăng hỗ trợ giá phân bón tăng, (3) xu hướng giá phân bón toàn cầu tăng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán phân urê bình quân sẽ tăng 20% so với cùng kỳ, từ đó biên lợi nhuận gộp của DPM dự báo sẽ tăng nhẹ ở mức 23,1% trong năm 2021.

Triển vọng tươi sáng năm 2021

Chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận ròng năm 2021 lên mức 799 tỷ đồng (+21% sv dự báo cũ), với biên lợi nhuận gộp tăng 2,6 điểm % do giá urê tăng, từ đó tăng doanh thu thuần thêm 4,7% lên 9.144 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu urê, NH3, UFC85 và NPK lần lượt đạt 5.855/370/132/1.210 tỷ đồng trong năm 2021.

Nâng đánh giá lên Khả quan với giá mục tiêu mới là 24.100 đồng/cp

Giá mục tiêu dựa trên tỷ trọng bằng nhau của hai phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu 2021 là 13x. Chúng tôi đánh giá Khả quan với triển vọng tươi sáng trong năm sau. Rủi ro tăng giá gồm giá phân urê tăng cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá đến từ giá dầu và chi phí vận chuyển khí tăng cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (\$)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.684	7.762	9.144	9.392
Tăng trưởng DT thuần	(17,4%)	1,0%	17,8%	2,7%
Biên lợi nhuận gộp	18,2%	22,3%	23,1%	19,4%
Biên EBITDA	14,8%	19,1%	18,3%	14,5%
LN ròng (tỷ)	378	691	799	564
Tăng trưởng LN ròng	(46,0%)	83,0%	15,5%	(29,3%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	(46,0%)	83,0%	15,5%	(29,3%)
EPS cơ bản	965	1.766	2.040	1.442
EPS điều chỉnh	863	1.413	1.632	1.154
BVPS	20.429	20.656	21.296	21.339
ROAE	4,7%	8,6%	9,7%	6,8%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nâng khuyến nghị DPM từ Trung lập thành Khả quan nhờ...

- (1) Giá phân urê ngày càng tăng trong năm 2021 với phần lớn chiều tăng từ chi phí sản xuất được chuyển sang phía người mua;
- (2) Khả năng chính sách thuế GTGT được xem xét trong giai đoạn 2021-2022. Nếu được thông qua, luật mới sẽ hỗ trợ thuế đầu vào cho các doanh nghiệp phân bón. Từ đó, chúng tôi cho rằng đây là một luận điểm tiềm năng khác cho DPM;
- (3) Kỳ vọng khoản bồi thường bảo hiểm trị giá 113 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong giai đoạn 2021-2023 vào khoản lợi nhuận khác, đẩy lợi nhuận ròng của DPM trong giai đoạn này tăng;
- (4) Tỷ suất cổ tức hấp dẫn ở mức 6,9% với kỳ vọng mức chi trả 1.400 đồng/cổ phiếu dựa trên lịch sử trả cổ cùng với kỳ vọng kết quả kinh doanh năm 2021 tiếp tục tăng;

Chúng tôi cho rằng DPM hấp dẫn trong ngắn hạn nhờ (1) giá urê tăng, (2) khả năng của chính sách thuế VAT được thông qua, (3) dự kiến của chúng tôi về khoản bồi thường bảo hiểm và (4) tỷ suất cổ tức hấp dẫn ở mức 6,9%. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế năm 2022 sẽ giảm 29,3% so với cùng kỳ xuống còn 564 tỷ đồng do giá urê dần giảm trong khi chi phí vận chuyển tiếp tục leo thang.

Và nâng giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi lên 24.100 đồng

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau của hai phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu năm 2021. Chúng tôi tăng dự báo EPS cho năm 2021-2022 lên 21,0% - 19,5% với giả định giá bán urea cao hơn và nhu cầu tăng dần nhờ có vắc xin. Chúng tôi cũng nâng P/E mục tiêu từ 8x lên 13x (tương đương với P/E trung bình 3 năm) để phản ánh dự báo năm 2021-2022 cao hơn.

Rủi ro tăng giá bao gồm giá phân urê trung bình cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm giá dầu và chi phí vận chuyển cao hơn dự kiến.

Hình 1: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/cp)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	26.207	50%	13.104
P/E	21.972	50%	10.986
Giá trị hợp lý			24.090
Giá mục tiêu (làm tròn)			24.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Phương pháp định giá DCF

Giá định chính (Đơn: tỷ đồng)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Terminal
Lợi nhuận ròng	799	564	520	508	545	
Thuế (%)	19,9%	19,6%	18,0%	17,2%	16,8%	
Chi phí lãi vay	79	76	73	69	67	
- Thay đổi vốn lưu động	288	(113)	22	(44)	20	
- Capex	(116)	(117)	(119)	(120)	(121)	
+ Chi phí khấu hao	573	573	573	572	558	
Dòng tiền tự do	1.607	968	1.055	974	1.058	7.382
Dòng tiền tự do hiện tại	1.421	756	729	595	572	4.511
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (5 năm)	4.074	Tỷ suất phi rủi ro (TPCP 10 năm)				3%
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm cuối	4.511	Phân bù rủi ro vốn cổ phần				11%
Giá trị doanh nghiệp	8.584	Beta điều chỉnh (Nguồn: Bloomberg)				1,0
Trừ: Tổng nợ	1.050	Chi phí sử dụng vốn (WACC)				13%
Trừ: Nợ tiềm tàng từ khoản đầu tư vào PVTex	1.311	Tăng trưởng dài hạn				0%
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	163					
Cộng: Tiền và tương đương tiền	4.214					
Giá trị hợp lý	10.258					
Số lượng CP lưu hành (tr)	391					
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	26.207					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Giá CP (nội tệ)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		P/BV		ROE		ROA		Tỷ suất cổ tức	
				2020	2021	Hiện tại	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Fatima Fertilizer Co Ltd	FATIMA PA	29,3	387,3	4,6	5,0	0,7	0,6	15,4%	12,0%	8,2%	10,0%	10,5%	13,3%
Engro Fertilizers Ltd	EFERT PA	62,6	541,6	4,6	6,3	1,8	1,8	40,3%	27,0%	14,0%	12,8%	15,8%	14,4%
Chambal Fertilizers and Chemi	CHMB IN	230,4	1291,3	7,8	6,5	2,7	1,6	38,2%	25,8%	8,6%	12,8%	3,6%	3,8%
Fauji Fertilizer Co Ltd	FFC PA	104,2	859,9	4,4	7,6	1,7	NA	42,6%	41,0%	14,8%	NA	11,0%	10,8%
Engro Corp Ltd	ENGRO PA	302,0	1061,8	8,4	6,3	1,2	0,8	15,3%	12,6%	4,1%	7,0%	10,0%	10,7%
Đạm Cà Mau	DCM VN	18.050	389,9	17,7	17,3	1,5	1,5	8,7%	9,0%	7,0%	5,4%	0,0%	0,0%
Trung bình			755,3	7,9	8,2	1,6	1,3	26,7%	21,2%	9,5%	9,6%	8,5%	8,8%
Trung vị			700,8	6,2	6,4	1,6	1,5	26,8%	19,2%	8,4%	10,0%	10,3%	10,8%
Đạm Phú Mỹ	DPM VN	20.350	345,0	12,1	13,5	0,8	0,8	8,6%	9,7%	6,1%	6,9%	6,4%	6,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TRIỂN VỌNG TƯƠI SÁNG VẪN TIẾP DIỄN
Năm 2020: Rực rỡ nhờ giá khí đầu vào giảm

Hình 4: Tóm tắt KQKD

Đvt: tỷ đồng	Q4/20	Q4/19	% svck	2020	2019	% svck	% dự báo 2020	Nhận định
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	45,3	62,4	-27,4%	43,2	64,2	-32,7%		Giá dầu năm 2020 giảm do 1) giá dầu giảm mạnh do dịch COVID-19 và 2) nhu cầu di chuyển giảm dẫn đến giá dầu giảm
Giá khí đầu vào (USD/mmbtu)	268,7	265,8	1,1%	243,4	361,2	-32,6%		Giá dầu Platt's cùng chiều với giá dầu Brent
Sản lượng urê (nghìn tấn)	4,7	4,4	6,8%	4,5	5,5	-19,3%		
Giá bán ure TB (VND/kg)	191,0	237,4	-19,6%	826,8	691,0	19,6%		
	0,0	0,0	0,0%	0,0	0,0	0,0%		
Doanh thu thuần	1930,0	2285,0	-15,5%	7761,8	7683,5	1,0%	97,1%	
Lợi nhuận gộp	387,3	557,0	-30,5%	1729,8	1402,1	23,4%	91,6%	
<i>Biên LN gộp</i>	20,1%	24,4%	-4.3% pts	22,3%	18,2%	+3.9% pts	-1.4% pts	Trong Q4/19, giá dầu của Platt và dầu Brent biến động ngược chiều do theo quy định IMO 2020 về nồng độ lưu huỳnh trong dầu, khiến giá dầu Platt's trong Q4/19 giảm, tăng tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q4/19 mặc dù giá dầu trong năm 2020 ở mức thấp. Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp của DPM tăng 4,0% nhờ giá dầu giảm 32,6% và sản lượng tăng 12,1% trong khi giá bán giảm
Chi phí bán hàng	235,3	202,1	16,4%	654,6	554,8	18,0%	118,7%	
Chi phí QLDN	148,4	95,6	55,2%	409,1	415,3	-1,5%	96,3%	
CPBH&QLDN/DT	19,9%	13,0%	+6.9% pts	13,7%	12,6%	+1.1%pts	-0.6% pts	
Lợi nhuận hoạt động	3,7	259,3	-98,6%	666,1	432,0	54,2%	73,1%	
Doanh thu tài chính	61,7	59,5	3,8%	179,6	140,0	28,3%	104,2%	
Chi phí tài chính	18,9	26,4	-28,5%	94,8	107,6	-11,9%	102,1%	
Lợi nhuận khác	84,6	5,1	1574,8%	94,5	1,0	9137,5%	108,1%	Q4/20 DPM ghi nhận 87 tỷ đồng lợi nhuận khác, bao gồm 80 tỷ đồng tiền bảo hiểm do hoàn kinh doanh và 7 tỷ đồng bảo hiểm kho bãi Vũng Áng
Lợi nhuận trước thuế	132,6	290,0	-54,3%	847,9	467,1	81,5%	84,8%	Biên lợi nhuận gộp thực tế cao hơn so với dự báo của chúng tôi dẫn đến sự cách biệt trong dự báo năm 2020 của chúng tôi so với thực tế. DPM cũng ghi nhận khoản thu nhập khác cao, bao gồm khoản bồi thường bảo hiểm 87 tỷ đồng, nâng lợi nhuận của DPM trong năm nay tăng cao hơn dự báo
Lợi nhuận ròng	103,5	234,0	-55,8%	691,3	377,7	83,0%	90,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DPM

Triển vọng 2021 khả quan tuy nhiên triển vọng 2022 cần xem xét

Chúng tôi giảm dự báo sản lượng năm 2021 do phát sinh kế hoạch bảo dưỡng trong năm nay

Theo kế hoạch bảo dưỡng, chúng tôi dự báo sản lượng sản xuất của DPM sẽ giảm bởi hoạt động nhà máy bị gián đoạn 24 ngày mỗi năm theo số liệu lịch sử. Do đó, chúng tôi kỳ vọng khối lượng sản xuất urê trong năm 2021 của DPM sẽ đạt 785.000 tấn (-5% svck) trong khi sản lượng NPK tăng 29,5% lên 150.000 tấn. Vì công suất thiết kế của nhà máy NPK là 250.000 tấn/năm, nên chúng tôi cho rằng kế hoạch bảo trì sẽ không ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất NPK hàng năm với dự báo cầu tăng trong năm 2021.

Dự kiến giá dầu tăng trong năm 2021

Giá dầu giảm dẫn đến lợi nhuận ròng năm 2020 của DPM tăng do 1) suy thoái kinh tế toàn cầu do dịch COVID-19 và 2) nhu cầu di chuyển giảm mạnh. Tuy nhiên, nhờ có vắc xin cùng với nhiều gói kích cầu, nền kinh tế toàn cầu được kỳ vọng sẽ phục hồi và nhu cầu di chuyển sẽ tăng trở lại trong năm 2021. Hơn nữa, OPEC + đang tập trung bình ổn giá dầu hồi phục về mức ổn định, tạo cơ sở để chúng tôi nâng dự báo giá dầu từ 50 USD/thùng lên 60 USD/thùng (+ 20% svck) với giá MFO đạt 8,6 USD/MMBTU.

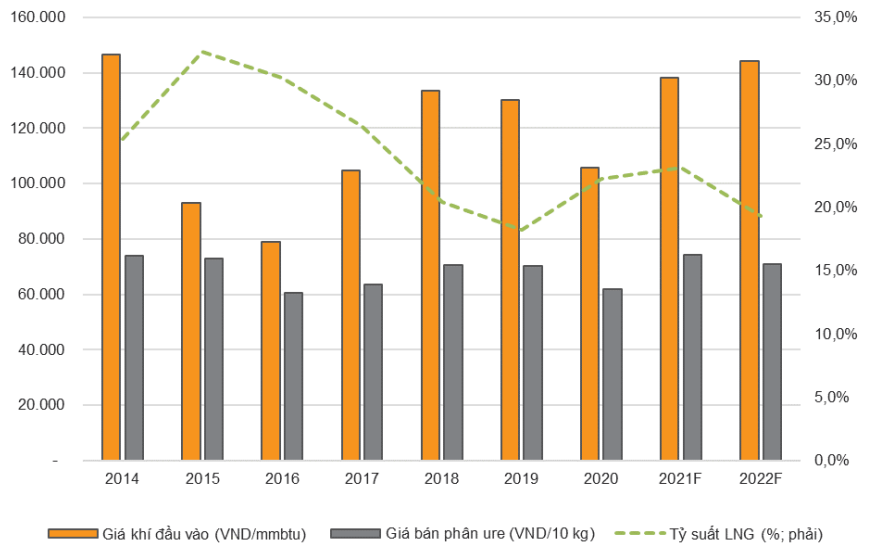
Chi phí vận chuyển tiếp tục tăng

Chúng tôi dự báo chi phí vận chuyển khí sẽ tăng từ 1,7 USD / MMBTU trong năm 2020 lên 2,0 USD / MMBTU trong năm 2021 do nguồn cung khí đầu vào từ nguồn vận chuyển khí giá rẻ dần cạn kiệt. Theo DPM, tỷ trọng khí từ các bể khí với giá vận chuyển rẻ (Bạch Hổ - Ròng Đồi Mồi) chiếm khoảng 44% lượng khí đầu vào. Nguồn khí đầu vào còn lại đến từ bể Cửu Long và Nam Côn Sơn với tỷ trọng 80/20. Theo đó, chúng tôi ước tính tổng lượng tiêu thụ khí đầu vào đạt 447 triệu m³, với 200m m³ từ bể Bạch Hổ, 155,3 triệu m³ từ bể Cửu Long và 52 triệu m³ từ bể Nam Côn Sơn, kỳ vọng chi phí khí đầu vào đạt mức 2.614 tỷ đồng (+18,6% svck) trong năm 2021.

Chúng tôi kỳ vọng giá bán phân urê bình quân của DPM sẽ tăng 20% trong năm 2021

Kể từ ngày 21/1, DPM cho biết giá urê đã tăng 30 - 40% so với đầu năm. Giá khí đầu vào tăng một phần được bù đắp bởi giá phân bón tăng, trong khi nhu cầu về lượng thực đồng thời ở mức cao giúp người nông dân đủ khả năng chi trả mức giá phân bón hiện hành. Chi phí vận chuyển tăng cùng với tình trạng thiếu nguồn cung phân bón toàn cầu khiến nhập khẩu phân bón bị đình trệ, góp phần đẩy giá phân bón trong nước tăng nóng. Giá phân bón trong nước cũng theo xu hướng giá phân bón thế giới đi lên và giá dầu tăng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán phân urê của DPM sẽ đạt 7.417 đồng/kg (+ 20% svck), nâng doanh thu thuần của DPM lên mức 9.144 tỷ đồng (+17,8% svck) và lợi nhuận ròng đạt 799 tỷ đồng (+15,5% svck).

Hình 5: Tương quan giữa biên LNG, giá bán phân urê và giá khí đầu vào (phí vận chuyển + giá MFO)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng 2022 kém tươi sáng hơn năm 2021 do giá bán phân urê trung bình thấp hơn trong khi chi phí vận chuyển leo thang

Với kế hoạch bảo trì trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của DPM sẽ tăng 3,6% so với cùng kỳ trong năm 2022, với tổng sản lượng sản xuất là 1,0 triệu tấn.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc giá urê tăng nóng hiện tại chỉ trong ngắn hạn và sẽ dần giảm, dẫn đến dự báo giá urê trên thị trường giảm từ 7.455 đồng/kg xuống 7.134 đồng/kg (-4,3% svck) cho năm 2022, dựa vào mối tương quan giữa giá dầu và giá urê. Do nguồn cung khí đốt từ các nguồn với chi phí vận chuyển giá rẻ dần cạn kiệt, chúng tôi kỳ vọng chi phí vận chuyển sẽ tăng từ 2,0USD/MMBTU lên 2,1USD/MMBTU (+6% svck) và giá MFO sẽ tăng từ 8,6 USD/MMBTU lên 8,7 USD/MMBTU (+2% svck), kéo theo chi phí sản xuất phân urê của DPM tăng (+8,4% svck). Do chi phí sản xuất trong năm 2022 của DPM

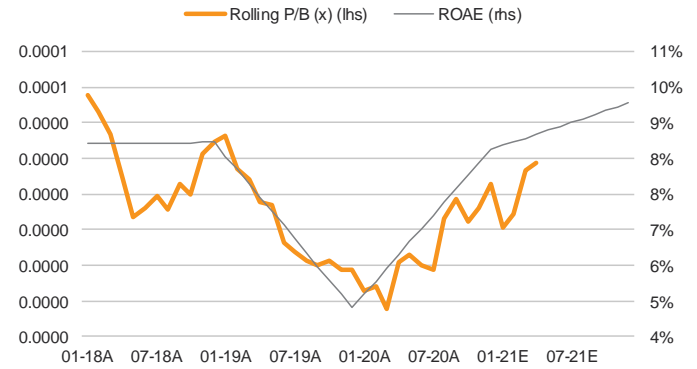
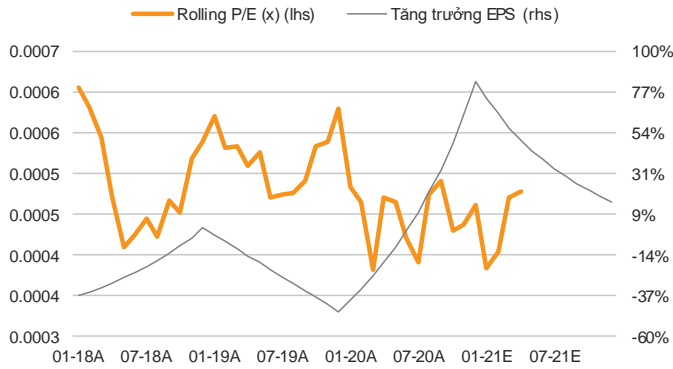
dự kiến sẽ tăng trong khi giá bán giảm, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp trong năm 2022 của DPM sẽ giảm từ 23,1% xuống 19,4% (-3,7 điểm %). Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu thuần trong năm 2022 của DPM sẽ đạt 9.392 tỷ đồng (+ 3,7% svck) trong khi lợi nhuận ròng giảm còn 564 tỷ đồng (-29,3% svck).

Hình 6: Thay đổi trong dự báo 2021-2023

Đv: tỷ đồng	2021			2022			2023	Nhận định
	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ		
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	50,0	60,0	20,0%	55,0	61,2	11,3%	62,4	Chúng tôi nâng dự phóng giá dầu để phản ánh tiềm năng giá dầu phục hồi trong dài hạn
Giá bán ure TB (VND/kg)	6.472	7.417	14,6%	6.536	7.098	8,6%	7.277	Chúng tôi kỳ vọng giá bán phân ure bình quân tăng 20% trong năm 2021 do 1) giá dầu tăng kéo theo giá bán tăng, 2) Tình trạng thiếu cung phân bón toàn cầu, 3) Giá gạo tiếp diễn đà tăng (+39% svck) và 4) Giá phân bón thế giới leo thang
Sản lượng urea (nghìn tấn)	802	785	-2,1%	810	817	0,8%	776	Theo như kế hoạch của DPM, chúng tôi giảm kỳ vọng đối với dự báo sản lượng kinh doanh của DPM do ảnh hưởng của đợt bảo dưỡng nhà máy dự kiến trong tháng 4
Sản lượng NPK (nghìn tấn)	150	150	0,0%	175	175	0,0%	200	
Sản lượng UFC85/Formadehyde	10	10	0,0%	10	10	0,0%	10	
Tổng sản lượng sản xuất	962	945	-1,7%	995	1.001	0,7%	986	
Sản lượng phân bón khác (nghìn tấn)	220	220	-	220	220	0,0%	220	
Doanh thu thuần	8.730	9.144	4,7%	9.140	9.392	2,8%	9.526	
Lợi nhuận gộp	1.787	2.113	18,2%	1.544	1.818	17,8%	1.777	Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận gộp cho giai đoạn 2021-2022 với kỳ vọng nhu cầu tăng đi đôi với xu hướng giá nông sản tăng
Biên LN gộp	20,5%	23,1%	+2,6 điểm %	16,9%	19,4%	-2,5 điểm%	18,7%	
Chi phí bán hàng	594	751	26,5%	612	760	24,1%	771	Chi phí bán hàng tăng do tỷ lệ CPBH&QLDN/DT tăng trong năm 2020
Chi phí QLDN	468	488	4,3%	488	498	2,1%	507	
CPBH&QLDN/DT	12,2%	13,5%	+1.3% pts	12,0%	13,4%	+1.4% pts	13,4%	
EBIT	726	874	20,4%	444	560	26,2%	499	
Doanh thu tài chính	194	191	-1,4%	210	197	-6,4%	185	
Chi phí tài chính	78	85	8,9%	63	81	29,5%	78	Chi phí tài chính giảm do lãi suất cho vay giảm
LN trước thuế	853	1.019	19,4%	604	715	18,5%	647	Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận trước thuế cho năm 2022 của DPM với giả định giá Ure dù giảm vẫn ở mức cao hơn so với dự báo cũ do sản lượng tiêu thụ Ure đạt 817.000 tấn (+4,3% svck), giá MFO đạt 8,7 USD / MMBTU (+2% svck)
LN ròng	660	799	21,0%	473	564	19,5%	520	
EPS cơ bản (VND/cp)	1.687	2.040	21,0%	1.207	1.442	19,5%	1.328	
EPS điều chỉnh (VND/cp)	1.349	1.632	21,0%	966	1.154	19,5%	1.062	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DPM

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ\$)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	7.762	9.144	9.392
Giá vốn hàng bán	(6.032)	(7.031)	(7.574)
Chi phí quản lý DN	(409)	(488)	(498)
Chi phí bán hàng	(655)	(751)	(760)
LN hoạt động thuần	666	874	560
EBITDA thuần	1.216	1.447	1.133
Chi phí khấu hao	(550)	(573)	(573)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	666	874	560
Thu nhập lãi	180	191	197
Chi phí tài chính	(95)	(85)	(81)
Thu nhập ròng khác	95	37	38
TN từ các Cty LK & LD	2	2	2
LN trước thuế	848	1.019	715
Thuế	(146)	(203)	(140)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(10)	(18)	(10)
LN ròng	691	799	564
Thu nhập trên vốn	691	799	564
Cổ tức phổ thông	(479)	(548)	(548)
LN giữ lại	212	251	17

Bảng cân đối kế toán

(tỷ\$)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	2.029	2.690	2.306
Đầu tư ngắn hạn	2.185	2.185	2.185
Các khoản phải thu ngắn hạn	341	412	418
Hàng tồn kho	1.468	1.566	1.687
Các tài sản ngắn hạn khác	291	343	352
Tổng tài sản ngắn hạn	6.314	7.196	6.948
Tài sản cố định	4.436	4.255	4.166
Tổng đầu tư	44	44	44
Tài sản dài hạn khác	505	483	835
Tổng tài sản	11.300	11.978	11.993
Vay & nợ ngắn hạn	191	147	102
Phải trả người bán	453	532	571
Nợ ngắn hạn khác	1.382	1.802	1.784
Tổng nợ ngắn hạn	2.026	2.480	2.457
Vay & nợ dài hạn	859	859	859
Các khoản phải trả khác	167	122	134
Vốn điều lệ và	3.914	3.914	3.914
LN giữ lại	3.497	3.497	3.497
Vốn chủ sở hữu	8.085	8.335	8.352
Lợi ích cổ đông thiểu số	163	181	191
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	11.300	11.978	11.993

Báo cáo LCTT

(tỷ\$)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	848	1.019	715
Khấu hao	550	573	573
Thuế đã nộp	(178)	(203)	(140)
Các khoản điều chỉnh khác	(94)	(34)	(2)
Thay đổi VLD	(338)	288	(113)
LC tiền thuần HKKD	787	1.643	1.033
Đầu tư TSCĐ	(82)	(116)	(117)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	0	28	(359)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(984)	(257)	(359)
LC tiền từ HĐĐT	(1.066)	(345)	(836)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(190)	(44)	(44)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	(45)	12
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(479)	(548)	(548)
LC tiền thuần HĐTC	(669)	(637)	(580)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.977	2.029	2.690
LC tiền thuần trong năm	(948)	660	(384)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.029	2.690	2.306

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	8,9%	8,7%	6,0%
Vòng quay TS	0,68	0,79	0,78
ROAA	6,1%	6,9%	4,7%
Đòn bẩy tài chính	1,41	1,42	1,44
ROAE	8,6%	9,7%	6,8%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	10,5	10,9	10,7
Số ngày nắm giữ HTK	89,1	81,3	81,3
Số ngày phải trả tiền bán	27,5	27,6	27,5
Vòng quay TSCĐ	1,66	2,10	2,23
ROIC	7,4%	8,4%	5,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,1	2,9	2,8
Khả năng thanh toán nhanh	2,4	2,3	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	2,1	2,0	1,8
Vòng quay tiền	72,1	64,6	64,5
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	1,0%	17,8%	2,7%
Tăng trưởng LN từ HKKD	54,2%	31,2%	(35,9%)
Tăng trưởng LN ròng	83,0%	15,5%	(29,3%)
Tăng trưởng EPS	83,0%	15,5%	(29,3%)

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phan Văn Anh – Chuyên viên Phân tích

Email: anh.phanvan@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>