

Ngành: Phân bón

Khuyến nghị THEO DÕI TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM - CTCP (HSX: DPM)
KỲ VỌNG LÃI RÒNG CAO NHẤT LỊCH SỬ

Giá hiện tại:	50,000	Ngày viết báo cáo:	04/07/2022	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu:	63,100	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	391	PVN	59.6%
Tỷ suất cổ tức:	50%	Vốn hóa (tỷ VND)	25,006	Vật tư nông nghiệp Nghệ An	4.1%
Tỷ suất sinh lợi:	26%	Thanh khoản bình quân 30 ngày (Triệu)	15.34	Edgbaston	3.7%
		Sở hữu nước ngoài	14.84%		

Chuyên viên phân tích:

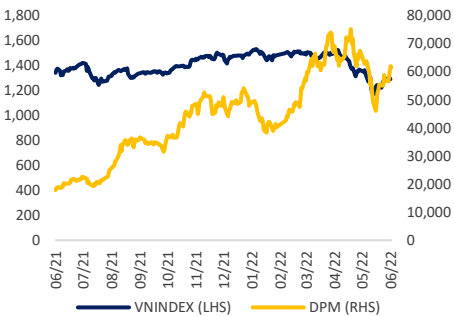
Lưu Thuỳ Linh
(Phân bón, Ô tô, Cao su)
Linhlt2@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

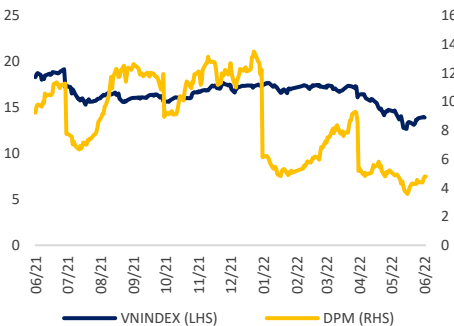
Lê Quốc Trung
Trunqlq@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 69,000
Giá cắt lỗ: 49,500

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E của DPM và VN index



	2021	2022F	VNINDEX
PE (x)	3.67	3.78	13.9
PB (x)	1.04	1.61	2.2
PS (x)	0.87	1.03	1.8
ROE (%)	30%	43%	16%
ROA (%)	25%	33%	2.6%
EV/ EBITDA (x)	1.49	1.59	12.8

	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu	7,684	7,762	12,786	20,182
Lợi nhuận gộp	1,402	1,730	4,786	8,213
Lợi nhuận sau thuế	378	691	3,117	5,548
EPS	863	1,535	7,749	14,032
Tăng trưởng EPS	-44%	78%	405%	81%
Nợ ròng/VCSH	-21%	-12%	-15%	-29%

ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị THEO DÕI cho cổ phiếu DPM với giá mục tiêu 63,100 VNĐ/CP cho năm 2022, tương đương với upside 26% so với giá đóng cửa ngày 04/07/2022 dựa trên phương pháp P/E với tỉ lệ mục tiêu là 4.5x.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- BSC dự báo DTT và LNST năm 2022 của DPM lần lượt đạt 20,182 tỷ VND (+58% YoY) và 5,548 tỷ VND (+78% YoY). EPS 2022F = 14,032 VND (+81%YoY) và P/E fw= 3.5 Dựa trên giả định:
 - (1) Giá bán Ure trung bình năm 2022 đạt 14,644 VND/kg (+25% YoY);
 - (2) Sản lượng Ure tiêu thụ đạt 865 nghìn tấn (+15.5% YoY);
 - (3) Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 41% (so với mức nền cao năm 2021 đạt 37%).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Giá bán duy trì ở mức cao so với cùng kỳ và sản lượng kinh doanh tăng trưởng tích cực;
- Yếu tố cần theo dõi chưa được đưa vào định giá: Khoản hoàn thuế VAT khi luật sửa đổi;
- Doanh nghiệp duy trì trả cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm với tỉ lệ chi trả cao.

RỦI RO

- Giá khí đầu vào tăng nhanh hơn dự báo và giá bán giảm mạnh hơn dự báo;
- Giá phân bón cao thúc đẩy nông dân tiết giảm bón phân khiến cầu nội địa phục hồi chậm;
- Công suất nhà máy NPK đạt hiệu suất thấp hơn và giá bán giảm so với dự báo.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- DTT và LNST của DPM trong Q1/2022 lần lượt đạt 5,829 tỷ VND (+254 %YoY) và 2,126 tỷ VND gấp 12 lần svck nhờ: (1) giá bán bình quân tăng mạnh hơn so với mức tăng của chi phí khí đầu vào và (2) sản lượng xuất khẩu khả quan với giá bán cao.
- DPM điều chỉnh kế hoạch 2022: (1) DTT và LNST lần lượt là 17,239 tỷ VND (+4% YoY) và 3,473 tỷ VND (+9% YoY); (2) sản lượng Ure và NPK lần lượt là 865 nghìn tấn (+4%YoY) và 165 nghìn tấn (+2%YoY) và (3) nâng kế hoạch cổ tức năm 2021 từ mức 10% lên 50% và duy trì cổ tức tiền mặt năm 2022 với tỷ lệ 50%.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Hình 1: Cập nhật KQKD Quý 1/2022 của DPM

Chỉ số tài chính (Tỷ VND)	Q1/2021	Q1/2022	%YoY
Doanh thu thuần	1,974	5,885	198%
Lợi nhuận gộp	433	2,823	552%
GPM (%)	21.9%	48.0%	
CP bán hàng	(150)	(218)	46%
CP QLDN	(78)	(103)	31%
GSG&A/Rev (%)	11.5%	5.5%	
EBIT	205	2,502	11.2x
DT tài chính	29	47	63%
CP tài chính	(18)	(28)	52%
LNTT	215	2,522	10.7x
LNST	179	2,126	10.8x
Sản lượng tiêu thụ (tấn)			
Ure	189,000	246,891	30%
NPK	25,465	33,868	21%
NH ₃	14,583	16,479	24%

Nguồn: DPM, BSC Research

Trong quý 1/2022, doanh thu thuần của DPM đạt 5,829 tỷ VND (+254% YoY) và LNST đạt 2,126 tỷ VND gấp 12 lần svck, đây là kết quả kỷ lục theo quý DPM đạt được kể từ khi thành lập. Kết quả kinh doanh quý 1 tích cực nhờ:

- (1) Giá bán bình quân tăng mạnh hơn so với mức tăng của chi phí đầu vào giúp DPM cải thiện BLNG:
 - Giá bán trung bình các loại phân bón hoá chất tăng mạnh từ hơn 70% - 170% svck;
 - Dù chi phí đầu vào tăng cao, đặc biệt là giá khí tăng khoảng 37%, tuy nhiên mức tăng này thấp hơn so với giá bán nên đã hỗ trợ cải thiện BLNG của DPM từ mức 21.9% của Q1/2021 lên 48% trong Q1/2022.
- (2) Sản lượng xuất khẩu khả quan với giá bán cao:
 - Trong quý 1/2022 DPM đã trúng gói thầu xuất khẩu khoảng Ure sang Ấn Độ với giá bán dao động từ 750 – 800 USD/tấn và xuất hơn 92 nghìn tấn Ure ngay trong tháng 1, thu về khoản lợi nhuận ước đạt 1,000 – 1,100 tỷ VND.

CẬP NHẬT TÀI LIỆU ĐẠI HỘI CỔ ĐÔNG

Theo tài liệu ĐHCĐ được cập nhật gần nhất, DPM đã điều chỉnh kế hoạch kinh doanh và phân phối lợi nhuận năm 2022: (1) DTT và LNST lần lượt là 17,239 tỷ VND (+4% YoY) và 3,473 tỷ VND (+9% YoY); (2) sản lượng Ure và NPK lần lượt là 865 nghìn tấn (+4%YoY) và 165 nghìn tấn (+2%YoY) và (3) nâng kế hoạch cổ tức năm 2021 từ mức 10% lên 50% và duy trì cổ tức tiền mặt năm 2022 với tỷ lệ 50%.

Hình 2: Kế hoạch sản xuất kinh doanh cập nhật của DPM

STT	Chỉ tiêu	Thực hiện 2021	KH 2022 cũ	KH 2022 mới	Q1/2022	KH mới/ Thực hiện 2021	KH mới /KH cũ	% Hoàn thành KH
1	Tổng doanh thu	12,882	11,059	17,239	5,885	134%	156%	34%
2	Lợi nhuận trước thuế	3,799	1,130	4,130	2,522	109%	365%	61%
3	Lợi nhuận sau thuế	3,172	945	3,473	2,126	110%	368%	61%

Nguồn: DPM, BSC Research

Như vậy, kết thúc quý 1, DPM đã hoàn thành lần lượt 34% kế hoạch tổng doanh thu, 61% kế hoạch LNST cả năm và 30% kế hoạch sản lượng tiêu thụ Ure.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2022

Diễn biến giá phân bón và nguyên liệu đầu vào trong nửa đầu năm 2022

Giá Ure tăng mạnh từ tháng 02/2022 (chiến tranh Nga-Ukraine) và duy trì trên 16,000 VND/kg trong quý 1 và hầu hết quý 2 năm 2022. Nhu cầu tiêu thụ phân bón phục hồi khả quan sau khi dịch bệnh được kiểm soát (*kéo theo các hoạt động sản xuất nông sản tăng mạnh khi các quốc gia tăng nhu cầu tích trữ lương thực để đảm bảo an ninh lương thực đã khiến giá bán nông sản tăng cao*). Trong khi đó, nguồn cung Ure trở nên khan hiếm do: **(1)** các nước xuất khẩu lớn như Nga và Trung Quốc tiến hành các biện pháp hạn chế/cấm xuất khẩu; **(2)** giá nguyên liệu đầu vào tăng cao khiến các nhà máy sản xuất Ure phải ngừng hoạt động; **(3)** các biện pháp trừng phạt do căng thẳng chính trị Nga – Ukraine và **(4)** thiếu hụt nguồn cung ngắn hạn do các đợt mở thầu lớn từ Ấn Độ.

Giá khí đầu vào tăng chậm hơn giá bán Ure trong 1H/2022. Tính đến hết Q1/2022, giá dầu FO Singapore đạt 580 USD/tấn (+33% YoY), tương ứng giá Ure thế giới đạt 882 USD/tấn (+61% YoY). Giá bán bình quân của tất cả các loại phân bón hoá chất trong 1H/2021 đều neo ở mức cao so với 2021. Cụ thể, giá bán bình quân của DPM đối với phân Ure, NPK và Kali trong năm 2021 lần lượt là 11,679/ 10,616/ 10,646 VND/kg; trong khi bình quân 5 tháng đầu năm 2022, giá các phân Ure, NPK và Kali do DPM phân phối neo ở mức: 17,450/ 15,798/ 18,085 VND/kg ứng với mức tăng giá bán bình quân của phân Ure và NPK là khoảng 49% và Kali là khoảng 70%.

Triển vọng giá phân bón và nguyên liệu đầu vào trong nửa cuối năm 2022

Nga và Trung Quốc tiếp tục duy trì các chính sách hạn chế xuất khẩu phân bón trong 2H/2022 tuy nhiên cả hai nước XK phân bón lớn này đều đang có dấu hiệu nới lỏng các biện pháp hạn chế. Cụ thể: **(1)** Nga đã nâng hạn ngạch xuất khẩu phân bón chứa Nitơ lên 8.3 triệu tấn so với mức cũ là 5.9 triệu tấn, chính sách này được áp dụng từ ngày 01/07/2022 – 31/12/2022 và **(2)** Trung Quốc đã nới lỏng pháp lý đối với hoạt động xuất khẩu phân bón từ tháng 4 khi cao điểm sử dụng phân bón tại nước này đã qua.

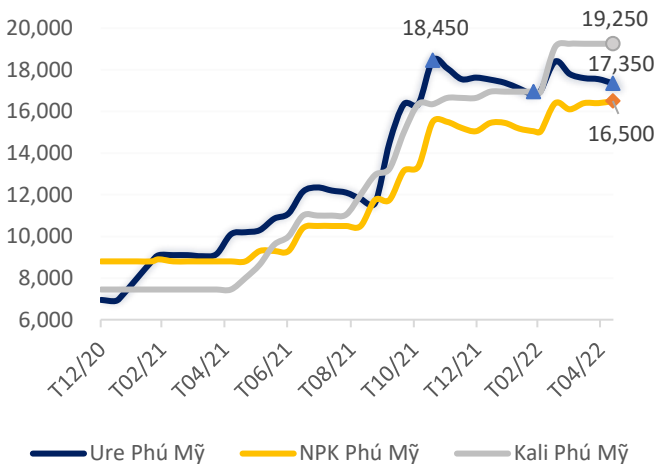
- **Ure:** BSC ước tính, giá Ure đã tạo đỉnh trong tháng 4/2022 và sẽ điều chỉnh giảm trong nửa cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá Ure sẽ tạo đáy trong khoảng tháng 7 - 8 do nhu cầu yếu và do ảnh hưởng từ nguồn cung bổ sung từ Nga, Trung Quốc rồi sẽ phục hồi nhẹ trong tháng 8 - 10 do mùa cao điểm sử dụng phân bón. Ngoài ra, các đợt đấu thầu Ấn Độ có thể hỗ trợ giá Ure, mùa đấu thầu cao điểm thường diễn ra trong quý 3 và 4. Đồng thời, giá nguyên liệu sản xuất cao cũng là yếu tố thúc đẩy sự phục hồi của giá Ure trong các tháng cuối năm.
- **NPK và NH₃:** trái ngược với diễn biến của Ure, BSC cho rằng giá bán NPK và NH₃ vẫn sẽ tiếp tục neo ở mức cao trong 2H/2022 do: **(1)** Giá Ure, Photpho, Kali (*các nguyên liệu dùng để sản xuất NPK*) đều tăng mạnh kể từ đầu năm đặc biệt là Kali do nguồn cung nội địa phụ thuộc hoàn toàn vào nhập khẩu và **(2)** sự thiếu hụt nguồn cung NH₃ trên toàn cầu giúp đẩy giá bán NH₃ lên.
Dù giá nguyên liệu sản xuất NPK tăng mạnh, tuy nhiên DPM đã sớm chốt được giá nguyên liệu sản xuất cho nhà máy NPK trong 6 tháng đầu năm nên hiện đang có lợi thế về chi phí đầu vào thấp, do đó BSC kỳ vọng giá nguyên liệu tăng sẽ không ảnh hưởng đáng kể và công ty vẫn sẽ duy trì được BLNG tốt ở mảng NPK trong năm 2022.
- **Nguyên liệu đầu vào:** BSC cho rằng giá nguyên liệu đầu vào như than, khí tự nhiên sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm 2022, thậm chí có thể bắt đầu đà tăng mới vào cuối quý 3 khi Trung Quốc nới lỏng các biện pháp phòng chống dịch và Châu Âu tăng cường dự trữ khí cho mùa đông.

Giá bán Ure của DPM hiện đã điều chỉnh giảm theo đà giảm của Ure thế giới, khoảng 15,050 VND/kg giảm khoảng 19% so với mức đỉnh thiết lập là 18,450 VND/kg tuy nhiên vẫn cao hơn 45% so với mức giá trung bình năm 2021 là 11,679 VND/kg. BSC dự báo giá Ure sẽ duy trì quanh 16,000 – 17,000 VND/kg trong quý 2 và điều chỉnh giảm trong quý 3 và quý 4, tuy nhiên giá Ure vẫn sẽ neo ở mức cao so với 2020 – 2021 thay vì quay lại mức đáy cũ năm 2020 (*khoảng 6,200 VND/kg*) và dự báo giá bán Ure trung bình năm 2022 của DPM đạt 14,644 VND/kg (+25% YoY).

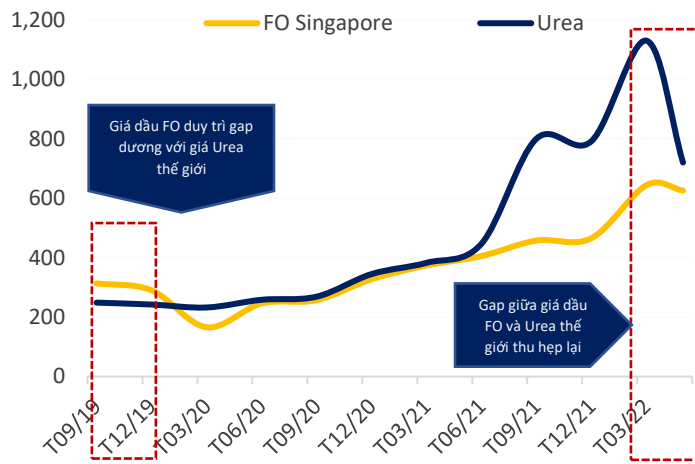
Tuy nhiên, BSC cho rằng diễn biến thuận lợi (*giá khí đầu vào tăng chậm hơn giá bán Ure*) sẽ kết thúc và 2H/2022 sẽ bất lợi hơn so với nửa đầu năm đối với các doanh nghiệp sản xuất phân bón khi giá Ure có xu hướng điều chỉnh trong nửa cuối năm còn giá dầu FO sẽ tăng mạnh hơn giá Ure và duy trì gap dương như giai đoạn 2019. Cụ thể, BSC ước tính giá trung bình Ure và dầu FO Singapore trong năm 2022 lần lượt là 657 USD/tấn (+22%YoY) và 687 USD/tấn (+72%YoY). Dù vậy, **BSC cho rằng BLNG của DPM năm 2022 vẫn sẽ cải thiện lên mức 41% (so với mức nền cao năm 2021 đạt 37%) nhờ (1) diễn biến thuận lợi trong 1H/2022; (2)**

kỳ vọng giá bán NPK và NH₃ duy trì mức cao trong cả năm và **(3)** kỳ vọng giá Ure hồi phục nhẹ trong một số tháng cao điểm trong nửa cuối năm.

Hình 3: Diễn biến giá bán một số loại phân bón của DPM từ T01/2021 – nay (VND/kg)



Hình 4: Giá FO Singapore và giá Ure thế giới có xu hướng thu hẹp khoảng cách do giá Ure giảm nhanh (USD/tấn)

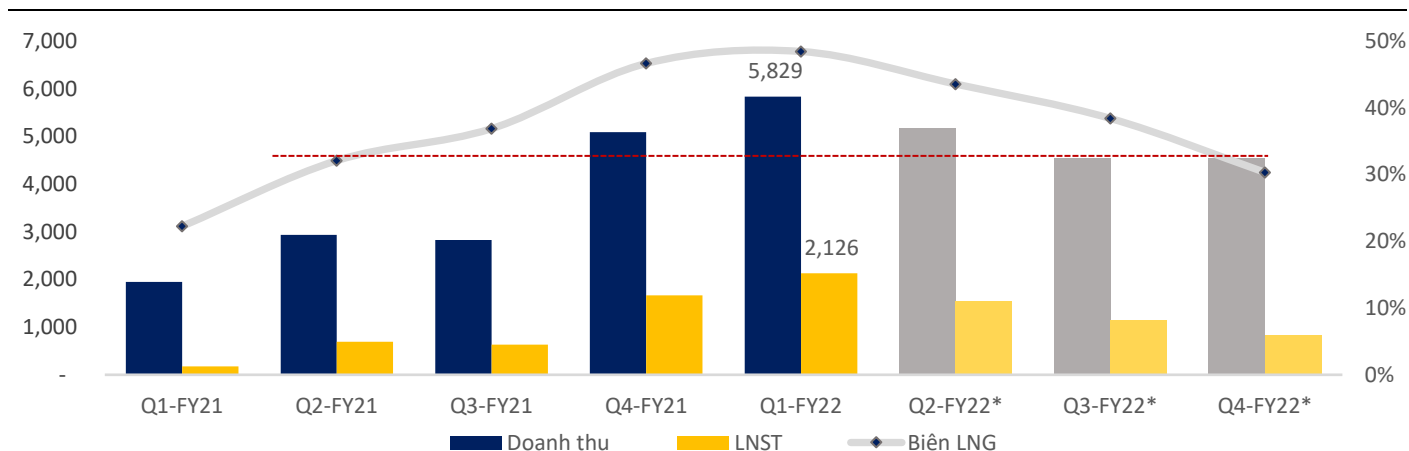


Nguồn: DPM, BSC Research

Sản lượng kinh doanh tăng trưởng tích cực, cùng với giá bán cao thúc đẩy lợi nhuận cả năm 2022. Tổng sản lượng kinh doanh phân bón hoá chất các loại của DPM trong quý 1/2022 tăng mạnh, đạt khoảng 346 nghìn tấn (+30% YoY). Trong đó sản phẩm chủ lực Đạm Phú Mỹ tiêu thụ được gần 246 nghìn tấn (+30% YoY), sản lượng NPK và NH₃ đạt mức tăng lần lượt là 33% YoY và 13% YoY. BSC ước tính sản lượng Ure tiêu thụ của DPM năm 2022 đạt 865 nghìn tấn (+15.5% YoY) và sản lượng NPK tiêu thụ ước đạt 175 nghìn tấn (+8%YoY). Chúng tôi lưu ý, quý 1 DPM đã tranh thủ giá bán cao và tiêu thụ được lượng lớn Ure (gần 29% sản lượng kế hoạch cả năm), điều này đã hỗ trợ lớn đến việc cải thiện BLNG của doanh nghiệp trong năm 2022.

BSC dự báo năm 2022 sẽ là năm lãi ròng cao nhất trong lịch sử hoạt động của DPM với DTT và LNST 2022 lần lượt đạt 20,182 tỷ VND (+58% YoY) và 5,548 tỷ VND (+78% YoY) với EPS 2022F = 14,032 VND (+81%YoY). Tuy nhiên chúng tôi cho rằng kết quả hoạt động theo quý của doanh nghiệp đã đạt đỉnh Q1/2022. BSC ước tính doanh thu thuần và LNST các quý tiếp theo trong năm sẽ giảm dần so với quý 1 tuy nhiên quý 2 và quý 3 vẫn duy trì được tăng trưởng svck với LNST ước tính lần lượt đạt 1,593 tỷ VND (+130%YoY) và 1,220 tỷ (+94%YoY). Do nền so sánh cao trong cuối 2021, nên quý 4/2022 BSC ước tính DPM sẽ tăng trưởng âm svck với LNST đạt 962 tỷ VND (-42%YoY).

Hình 5: DTT và LNST của DPM 2021 -2022 (Tỷ VND)



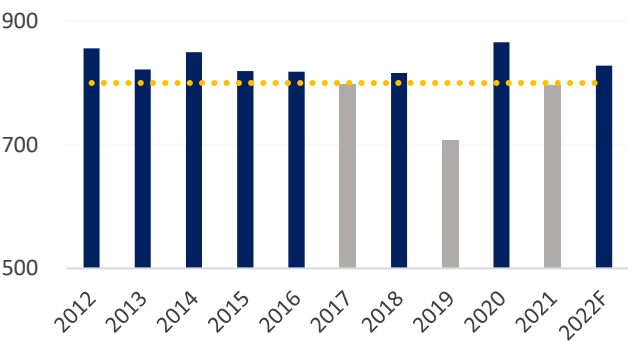
*: BSC ước tính

Nguồn: DPM, BSC Research

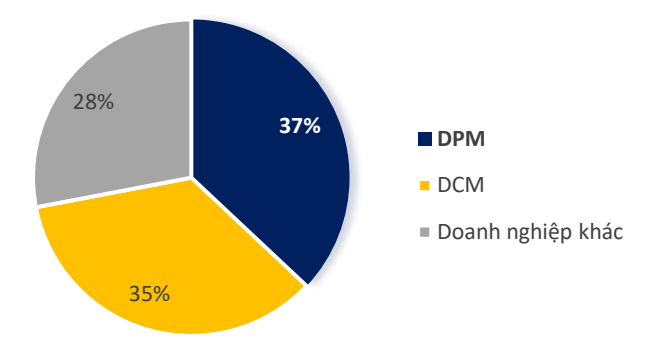
Công suất nhà máy Ure của DPM dự kiến đạt trên 100% trong năm 2022. Hiện nay, công suất thiết kế các nhà máy sản xuất Ure nội địa đã vượt nhu cầu, tuy nhiên một số nhà máy khu vực phía bắc thường xuyên không đạt công suất tối đa và hàng năm Việt

Nam vẫn phải nhập khẩu Ure. Với sản phẩm Ure chất lượng cao cùng hệ thống phân phối trải dài, nhà máy DPM thường xuyên được huy động tối đa lượng Ure sản xuất. Bên cạnh đó, DPM chưa có kế hoạch bảo dưỡng nhà máy trong năm nay vì vậy BSC kỳ vọng năm 2022 nhà máy Ure của DPM sẽ vận hành ổn định, với hiệu suất hoạt động đạt trên 100% nhờ không phải thực hiện bảo dưỡng trùng tu/đại tu.

Hình 6: Sản lượng Ure sản xuất của DPM (nghìn tấn)



Hình 7: Thị phần Ure trong nước năm 2021



Nguồn: DPM, BSC Research

Nguồn cung mỏ khí giá rẻ mới được “unlock”.

Theo hợp đồng nguồn khí đầu vào năm 2020, GAS sẽ cung cấp 60% tổng tiêu thụ khí đầu vào của Đạm Phú Mỹ từ các mỏ khí giá rẻ tại bể Cửu Long (cước phí vận chuyển là 1.02 USD/triệu BTU), khoảng 24% đến từ các mỏ khí giá cao tại bể Cửu Long (cước phí 3.2 USD/triệu BTU) và khoảng 16% còn lại từ các mỏ khí giá rẻ tại bể Nam Côn Sơn (cước phí ~1.4 USD/triệu BTU).

DPM đã chốt cước phí vận chuyển năm 2022 với PVN và GAS, tuy nhiên cước phí dài hạn đến nay vẫn chưa được thống nhất. BSC kỳ vọng nguồn cung khí từ mỏ Sư Tử Trắng – giai đoạn 2A¹(thuộc bể Nam Côn Sơn - cước phí ~1.4 USD/triệu BTU) sẽ đủ để đáp ứng nhu cầu nguồn khí đầu vào của DPM ít nhất trong vòng 5 năm và trong thời gian này doanh nghiệp sẽ đạt được thỏa thuận dài hạn về cước phí vận chuyển.

Kỳ vọng tăng trưởng đến từ mảng hoá chất. Trong chiến lược phát triển dài hạn, DPM đặt trọng tâm vào phát triển mảng hoá chất và BSC cho rằng đây là chiến lược phù hợp do (1) nhu cầu hoá chất trong nước lớn và hiện tại Việt Nam vẫn chưa tự chủ được nguồn nguyên liệu hoá chất đầu vào thì tiềm năng phát triển mảng hoá chất vẫn còn rất lớn và (2) các dòng sản phẩm hoá chất sẽ đem lại biên lợi nhuận tốt hơn cho DPM.

Nhà nước đang nghiên cứu áp thuế VAT với phân bón với mức thuế suất 5%. Việc áp thuế sẽ hỗ trợ lợi nhuận DPM khi được hoàn thuế đối với nguyên liệu đầu vào như: khí thiên nhiên, phân Ure, DAP, SA và Kali, BSC ước tính DPM sẽ được hoàn thuế khoảng 280 - 350 tỷ VND hàng năm nếu luật thuế VAT được Quốc hội thông qua.

¹ Mỏ Sư Tử Trắng – giai đoạn 2A: Đã đi vào vận hành khai thác từ tháng 06/2021.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo DTT và LNST năm 2022 của DPM lần lượt đạt **20,182 tỷ VND (+58% YoY)** và **5,548 tỷ VND (+78% YoY)**. EPS 2022F = 14,032 VND (+81%YoY) và P/E fw= 3.5 Dựa trên giả định:

- (1) Giá bán Ure trung bình năm 2022 đạt 14,644 VND/kg (+25% YoY);
- (2) Sản lượng Ure tiêu thụ đạt 865 nghìn tấn (+15.5% YoY);
- (3) Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 41% (so với mức nền cao năm 2021 đạt 37%) do giá bán trung bình đầu ra tăng nhanh hơn chi phí đầu vào trong 1H/2021 và giá NPK, NH₃ duy trì mức cao trong cả năm.

Hình 8: Dự phóng kết quả kinh doanh DPM

Đơn vị: Tỷ VND	2022E	2023F	2024F	2025F	2026F
Giá dầu FO (USD/MmbTU)	687	601	511	460	377
%YoY	72%	-13%	-15%	-10%	-18%
Giá khí thiên nhiên (USD/MmbTU)	10.7	9.9	9.0	8.5	7.7
%YoY	57%	-8%	-9%	-5%	-10%
Doanh thu phân bón	15,426	11,435	9,823	8,724	9,292
%YoY	60%	-26%	-14%	-11%	7%
Doanh thu hoá chất	1,581	1,305	1,093	963	862
%YoY	43%	-17%	-16%	-12%	-10%
Doanh thu phân bón tự doanh	3,066	2,913	2,767	2,629	2,498
%YoY	19%	-5%	-5%	-5%	-5%
Sản lượng tiêu thụ ('000 tấn)					
Phân bón Ure quy đổi	865	800	860	798	858
%YoY	15%	-8%	8%	-7%	8%
Phân bón NPK	175	187	200	207	212
%YoY	8%	7%	7%	4%	2%
Phân bón tự doanh	209	211	221	214	215
%YoY	-14%	1%	5%	-3%	1%
Doanh thu thuần	20,182	15,781	13,820	12,491	12,815
Giá vốn hàng bán	(11,968)	(10,586)	(10,594)	(9,678)	(9,704)
Lợi nhuận gộp	8,213	5,195	3,225	2,814	3,111
Chi phí bán hàng	(883)	(793)	(713)	(675)	(653)
Chi phí QLDN	(499)	(454)	(456)	(428)	(430)
EBIT	6,832	3,947	2,057	1,711	2,029
Doanh thu tài chính	105	165	228	235	247
Chi phí tài chính	(61)	(66)	(55)	(51)	(46)
LN trước thuế	6,895	4,065	2,247	1,914	2,248
Thuế TNDN	(1,239)	(741)	(403)	(335)	(403)
Lợi ích cổ đông thiểu số	108	64	35	30	35
LNST công ty mẹ	5,548	3,260	1,809	1,549	1,810
EPS cơ bản (VND)	14,032	8,287	4,598	4,036	4,717
Biên LNG	41%	33%	23%	23%	24%
Biên LN ròng	27%	21%	13%	12%	14%
ROE	43%	22%	11%	9%	10%

Nguồn: BSC Research

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho cổ phiếu DPM với giá mục tiêu **63,100 VND/cp**, tương đương **upside 26%** so với giá đóng cửa ngày 04/07/2022. Giá trị hợp lý của DPM được xác định dựa trên phương pháp P/E với tỉ lệ mục tiêu là 4.5 lần.

Chúng tôi hiện không đưa vào định giá yếu tố chưa chắc chắn về kỳ vọng khoản hoàn thuế VAT đầu vào khi luật thuế VAT được sửa đổi chuyển phân bổ từ sản phẩm không chịu thuế sang chịu thuế VAT cho đến khi có ghi nhận chính thức từ phía DPM.

Hình 9: Phương pháp định giá P/E

EPS 2022F (VND/cp)	14,032	Chúng tôi chọn P/E mục tiêu cho cổ phiếu DPM dựa trên trung vị P/E lịch sử 10 năm từ 2012 – 2021 là 7.06 lần do: (1) Giá Ure lập đỉnh vào năm 2012 và điều chỉnh cho đến 2016 trước khi quay trở lại chu kỳ tăng giá mới từ 2016 – nay và chúng tôi cho rằng năm 2022 giá Ure đã lập đỉnh và hoàn tất một chu kỳ. (2) Do kỳ vọng giá Ure đã tạo đỉnh trong quý 1/2022 và bước vào chu kỳ điều chỉnh trong các năm sau nên chúng tôi áp dụng mức chiết khấu đối với trung vị P/E 10 năm để tính P/E mục tiêu cho DPM.
P/E trung bình lịch sử 10 năm	7.06	
P/E mục tiêu (lần)	4.50	
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	63,135	

Nguồn: BSC Research

Với P/E mục tiêu là 4.5 lần chúng tôi ước tính giá trị hợp lý cho cổ phiếu DPM là 63,100 VND/cp.

Tổng hợp các chỉ số định giá doanh nghiệp niêm yết cùng ngành phân bón

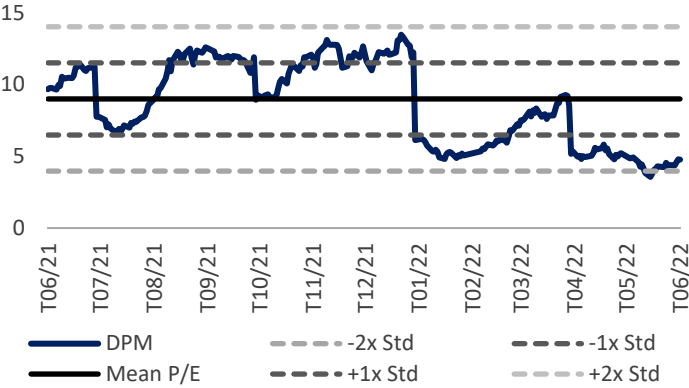
DPM hiện đang là doanh nghiệp có vốn hoá dẫn đầu ngành phân bón và có doanh thu và LNST vượt trội so với toàn ngành. Đồng thời, cổ phiếu DPM cũng đang giao dịch với P/E TTM và EV/EBITDA chiết khấu so với trung bình ngành lần lượt là 46% và 32%.

Hình 10: Tổng hợp các chỉ số định giá các doanh nghiệp cùng ngành phân theo vốn hoá

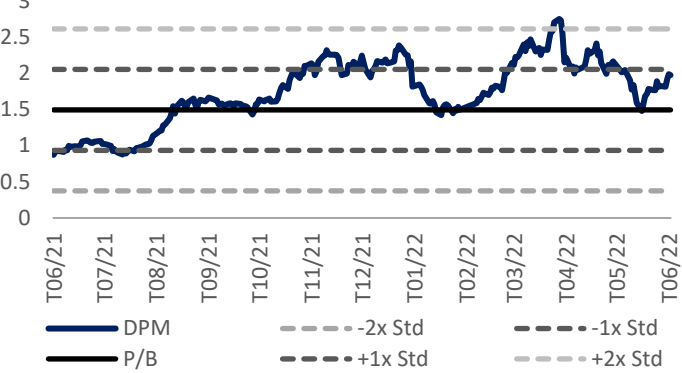
Ticker	Market cap (Tỷ VND)	P/E	P/B	EV/EBITDA	P/S	Doanh thu (Tỷ VND)	Lợi nhuận (Tỷ VND)
DPM VN Equity	21,210	4.2	1.7	3.0	1.3	12,786	3,001
DCM VN Equity	19,244	6.4	2.2	3.6	1.6	9,870	1,823
DDV VN Equity	2,396	12.5	1.6	11.0	0.8	2,878	191
BFC VN Equity	1,456	19.8	1.1	15.9	0.5	7,743	220
LAS VN Equity	1,315	6.3	1.2	6.9	0.2	2,801	672
SFG VM Equity	656	17.9	1.1	15.3	0.3	2,110	36
VAF VM Equity	435	11.4	0.9	7.0	0.5	839	28
NFC VN Equity	230	10.6	1.2	7.1	0.4	556	14
Trung bình		7.83	2.23	4.41	1.56		

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 11: STOCK PE

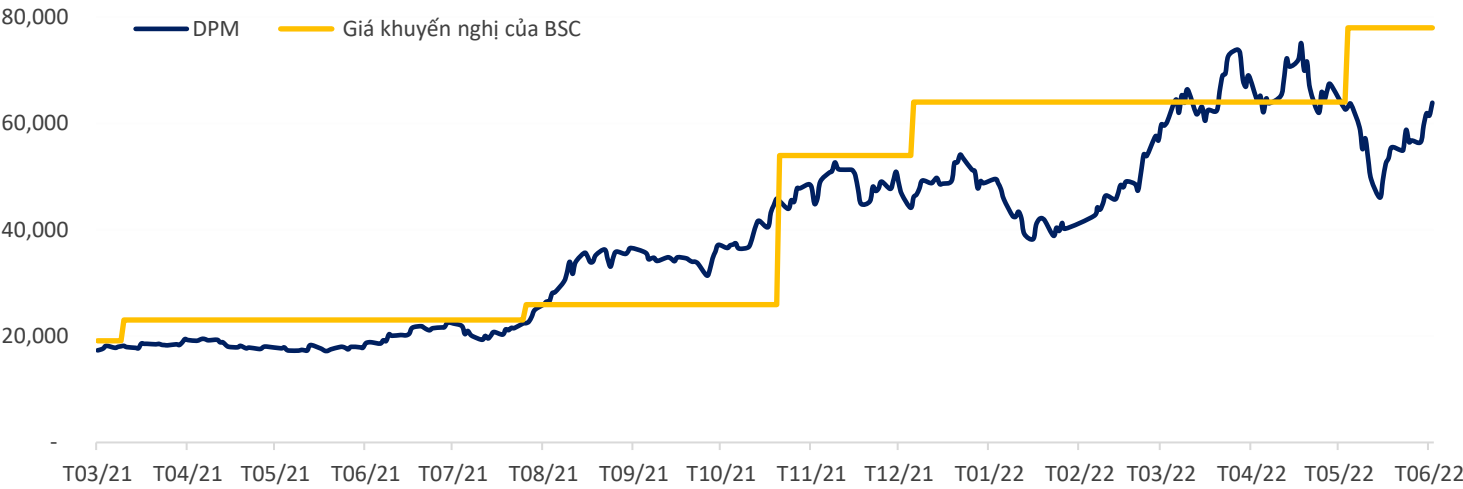


Hình 12: STOCK P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 13: BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ VND)	2019	2020	2021	2022F	LCTT (Tỷ VND)	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	7,684	7,762	12,786	20,182	(Lỗ)/LNTT	467	848	3,799	6,895
Giá vốn hàng bán	(6,281)	(6,032)	(8,001)	(11,968)	Khấu hao và phân bổ	(522)	(529)	(479)	(538)
Lợi nhuận gộp	1,402	1,730	4,786	8,213	Thay đổi vốn lưu động	372	597	3,053	2,079
Chi phí bán hàng	(555)	(655)	(818)	(883)	Điều chỉnh khác	48	54	(34)	23
Chi phí QLDN	(415)	(409)	(425)	(499)	LCTT từ HĐKD	1,759	787	2,516	5,852
Lãi/lỗ HĐKD	466	753	3,646	6,832	Tiền chi mua TSCĐ	(198)	(2)	1	(8)
Doanh thu tài chính	140	180	176	105	Đầu tư khác	(85)	(47)	(21)	(17)
Chi phí tài chính	(108)	(95)	(75)	(61)	LCTT từ HĐ đầu tư	(283)	(49)	(20)	(25)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	2	2	3	2	Tiền chi trả cổ tức	(1,968)	(1,574)	(1,574)	(1,181)
Lãi/lỗ khác	1	95	153	16	Tiền thu khác	1,523	905	872	(2,275)
Lợi nhuận trước thuế	467	848	3,799	6,895	LCTT từ HĐ Tài chính	(445)	(669)	(702)	(3,456)
Thuế thu nhập DN	(78)	(146)	(628)	(1,239)	Dòng tiền đầu kỳ	2,524	4,637	5,417	5,501
LNST công ty mẹ	378	691	3,117	5,548	Dòng tiền cuối kỳ	4,637	5,417	5,501	5,792
CĐTS	11	10	54	108					
EBITDA	994	1,216	4,080	7,353					
EPS	863	1,535	7,749	14,032					

CĐKT (Tỷ VND)	2019	2020	2021	2022F	Chỉ số (%)	2019	2020	2021	2022F
Tiền & TĐT	2,977	2,029	2,524	4,637	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	1,035	2,185	3,455	5,453	Hsố TT ngắn hạn	2.9	3.1	4.6	4.3
Phải thu ngắn hạn	289	341	489	772	Hsố TT nhanh	2.2	2.4	3.2	3.3
Tồn kho	1,351	1,468	2,776	3,591	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn khác	292	291	276	286	Hệ số Nợ/TTS	29%	27%	23%	33%
TS ngắn hạn	5,944	6,314	9,520	14,739	Hệ số Nợ/VCSH	25%	25%	30%	49%
TS hữu hình	4,791	4,283	3,717	2,022	Năng lực hoạt động				
Khấu hao	562	550	537	521	Số ngày HTK	87.5	85.3	96.8	97.1
TS dở dang dài hạn	146	153	174	-	Số ngày phải thu	19.2	14.8	11.8	11.4
ĐT dài hạn	240	220	210	200	Số ngày phải trả	89.8	108.7	83.2	106.9
TS dài hạn khác	274	285	252	270	CCC	17.0	-8.6	25.4	1.5
TS dài hạn	5,496	4,986	4,398	2,538	Tỷ suất lợi nhuận				
Tổng Tài sản	11,440	11,300	13,918	19,470	Lợi nhuận gộp	18%	22%	37%	41%
Nợ phải trả	479	453	771	3,079	Lợi nhuận LNST	5%	9%	24%	27%
Vay ngắn hạn	177	191	200	316	ROE	5%	9%	30%	43%
Nợ ngắn hạn khác	1,405	1,382	1,180	2,102	ROA	3%	6%	25%	33%
Tổng Nợ ngắn hạn	2,061	2,026	2,152	5,496	Định Giá				
Vay dài hạn	1,064	859	700	500	PE	15.8	8.5	3.7	3.8
Nợ dài hạn khác	155	167	353	348	PB	0.7	0.6	1.0	1.6
Tổng Nợ dài hạn	1,218	1,026	1,053	849	Tăng trưởng				
Tổng Nợ	3,279	3,052	3,205	6,345	Tăng trưởng DTT	-17%	1%	65%	58%
Vốn góp	3,935	3,935	3,935	3,935	Tăng trưởng EBIT	-46%	54%	532%	193%
LN chưa phân phối	566	655	3,086	5,278	Tăng trưởng LNTT	-46%	82%	348%	81%
Vốn chủ khác	3,497	3,497	3,497	3,497	Tăng trưởng EPS	-44%	73%	373%	75%
Cổ đông thiểu số	165	163	198	209					
Tổng Vốn chủ sở hữu	8,161	8,247	10,713	13,125					
Tổng nguồn vốn	11,440	11,300	13,918	19,470					
SLCP lưu hành (Triệu)	391	391	391	391					

Nguồn: BSC Research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8 & 9 Tháp Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>