

Ngành : Bán lẻ | RETAIL RESEARCH

Khuyến nghị

MUA

Công ty Cổ phần Phân bón và Hóa Chất Dầu khí - CTCP (HSX: DPM) SÓNG MỚI CHO “ĐƯỜNG ĐUA XANH”

Giá hiện tại:	19,100
Giá mục tiêu trước đây	18,440
Giá mục tiêu mới:	23,030
Tỷ suất cổ tức	7.9%
Tiềm năng tăng giá	20.6%

Ngày viết báo cáo:	11/03/2021
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	391
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,474
Thanh khoản bình quân 6 tháng:	3,369,240
Sở hữu nước ngoài	12.9%

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

PVN	59.59%
Vật Tư nông nghiệp Nghệ An	3.93%
Edgbaston	3.73%

Bộ phận Retail Research:

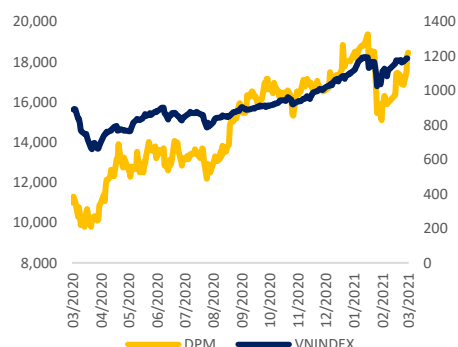
Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

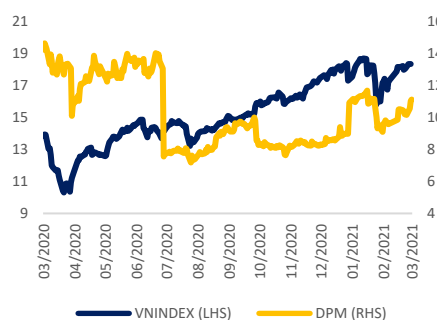
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị:	21,500 VND
Giá cắt lỗ:	17,000 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



	2020	2021	Peer	VN-Index
PE (x)	12.3	9.8	11.73	14.7
PB (x)	1.01	0.99	0.79	2.0
PS (x)	0.96	0.76	0.3	1.5
ROE (%)	8.4%	10.3%	4.8%	14%
ROA (%)	6.1%	6.9%	3.4%	2%
EV/ EBITDA (x)	6.14	4.69	9.52	11.5

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** mã cổ phiếu **DPM** và nâng giá mục tiêu lên **23,030 VND/CP**, **upside 20.6%** so với giá ngày 10/03/2021, dựa trên phương pháp DCF và P/E (50%/50%) do thay đổi một số giả định sau (i) Điều chỉnh tăng giá dầu FO và giá bán ure, dựa theo diễn biến 2T/2021; (ii) Sản lượng kinh doanh giảm (-4.5%YoY) do kế hoạch bảo dưỡng vào Q2/2021; (iii) P/E mục tiêu được điều chỉnh lên 11.8x, dựa vào trung vị ngành là 11.7x và P/E trung vị 3 năm là 11.8x.

DỰ BÁO KQKD

BSC dự báo DTT và LNST lần lượt đạt 9,846 tỷ đồng (+26.9% YoY) và 865 tỷ đồng (+24.7% YoY). EPS fw = 1,942 đồng và P/E fw= 9.8, P/B fw =0.98.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ vào kỳ vọng giá bán tăng nhanh hơn mức tăng giá của nguyên liệu đầu vào - Do giá dầu tăng cao và duy trì tín hiệu tích cực từ nhu cầu phân bón trong 2021.
- Yếu tố theo dõi chưa đưa vào định giá :
 - Ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường còn lại từ bồi thường bảo hiểm;
 - Kỳ vọng vào khoản hoàn thuế khi luật thuế được sửa đổi vào năm 2021.

QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT

Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu với giá mục tiêu nằm tại vùng giá xung quanh 21.5, cân nhắc cắt lỗ nếu ngưỡng hỗ trợ 17 bị xuyên thủng.

RỦI RO

- Giá khí đầu vào tăng nhanh hơn dự báo và giá bán điều chỉnh thấp hơn kỳ vọng;
- Hiệu suất hoạt động của các nhà máy thấp hơn kì vọng do bảo dưỡng định kì.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- DT và LNST 2020** lần lượt đạt **7,762 tỷ VND (+1% yoy)** và **693 tỷ VND (+83% yoy)**, nhờ giá khí đầu vào giảm mạnh và nhu cầu xuất khẩu phân bón tăng cao. Ngoài ra, DPM còn nhận được khoản lợi nhuận bất thường từ bảo hiểm 90 tỷ/200 tỷ vào Q4/2020
- DPM đặt kế hoạch thận trọng cho năm 2021:** DTT = 8,331 tỷ VND, LNST = 365 tỷ VND, sản lượng ure quy đổi chỉ đạt 770 nghìn tấn, do kế hoạch bảo dưỡng định kì vào Q2/2021.

	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	7,684	7,762	9,846	10,424
Lợi nhuận gộp	1,402	1,730	2,329	2,318
Lợi nhuận sau thuế	378	693	865	845
EPS	863	1,557	1,942	1,898
Tăng trưởng EPS	-44.4%	80.4%	24.7%	-2.3%
Nợ ròng/ VCSH	40.2%	36.9%	49.7%	54.1%

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

(Tỷ đồng)	Q4/2020	Q4/2019	%yoy	2020	2019	% yoy	KH2021	Cập nhật KQKD 2020
DTT	1,930	2,285	-15%	7,762	7,683	+1%	8,331	2020: DTT = 7,762 tỷ VND (+1% yoy), LNST = 693 tỷ VND (+83% yoy). Biên LNG tăng từ 16.8% lên 21% nhờ (1) sản lượng kinh doanh ure phục hồi (+ 19.7%YoY) do không chịu ảnh hưởng từ bảo trì nhà máy và (2) chi phí giá khí đầu vào ước tính -17.2% yoy. Xét riêng Q4/2020: DTT = 1,930 tỷ VND (-15% yoy), LNST = 103 tỷ VND (-56% yoy) do: - Giá khí đầu vào tăng cao trong Q4 - CP bán hàng +22% yoy do tăng chi phí quảng cáo, khuyến mãi và chi phí vận chuyển, thuê kho - CP QLDN +81% yoy do ghi tăng khoản trích lập quỹ nghiên cứu phát triển 20 tỷ đồng và chi phí nhân viên - DPM còn nhận được khoản lợi nhuận bất thường từ bảo hiểm ~90 tỷ/200 tỷ vào Q4/2020 và phần còn lại dự kiến sẽ được ghi nhận vào 2021.
LN gộp	387	557	-30%	1,730	1,402	+23%		
CP bán hàng	-235	-202	+16%	-654	-554	+18%		
CP QLDN	-148	-96	+54%	-409	-415	-2%		
DT tài chính	62	59	+5%	179	140	+28%		
CP tài chính	-19	-26	-27%	-93	-108	-14%		Cập nhật khác: DPM đưa ra KH thận trọng cho năm 2021: DTT= 8,331 tỷ VND, LNTT = 437 tỷ VND dựa theo kịch bản giá dầu ở mức 45 USD/ thùng. - KH chi trả cổ tức tiền mặt đợt 1 của năm 2020: 700 VND/CP, ngày dự kiến trả cổ tức là 19/02/2021.
LN khác	86	-4		95	1			
LNTT	133	290	-54%	850	467	+82%	437	
LNST	103	237	-56%	693	378	+83%	365	
Sản lượng KD (,000 tấn)								
Ure				827	680	+20%	770	
NPK				94	76	+23%	140	
Tự doanh				179	200	-13%	106	

Nguồn: BSC Research

TRIỂN VỌNG 2021 – SÓNG MỚI CHO “ĐƯỜNG ĐUA XANH”

BSC dự báo DTT và LNST lần lượt đạt 9,846 tỷ đồng (+26.9% YoY) và 865 tỷ đồng (+24.7% YoY). EPS fw = 1,942 đồng và P/E fw= 9.8, P/B fw =0.98. Dựa trên các giả định biên lợi nhuận gộp tăng từ 22.3% lên 23.7% nguyên nhân do giá bán được điều chỉnh tăng nhanh hơn mức tăng giá khí nguyên liệu.

Chúng tôi kì vọng doanh thu mảng phân bón Phú Mỹ tăng trưởng 27.3% YoY, nhờ

(1) sản lượng kinh doanh giảm 4%, vượt 3%KH do nhà máy kế hoạch bảo dưỡng vào Q2/2021, nhưng nhu cầu phân bón dự kiến tốt trong năm 2021

(2) giá bán phân bón Urê năm 2021 được điều chỉnh tăng (+29%YoY) nhanh hơn mức tăng giá dầu nguyên liệu (+27%YoY), dẫn đến giả định biên lợi nhuận gộp tăng từ 22.3% lên 23.7% điều chỉnh dựa trên giả định về giá dầu FO và số liệu giá bán 2T/2021.

***** Giá bán phân bón giai đoạn 2015-2019 không có dư địa tăng giá do dư thừa nguồn cung trong bối cảnh nhu cầu yếu** do (1) Nhiều nhà máy sản xuất phân bón đi vào hoạt động và nâng công suất, trong khi (2) nhu cầu bị sụt giảm bởi ảnh hưởng bất lợi của hiện tượng El Nino lên các giống cây trồng và diện tích trồng trọt thu hẹp.

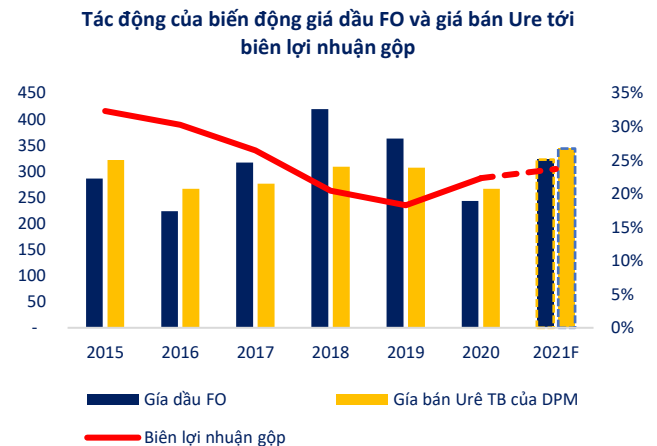
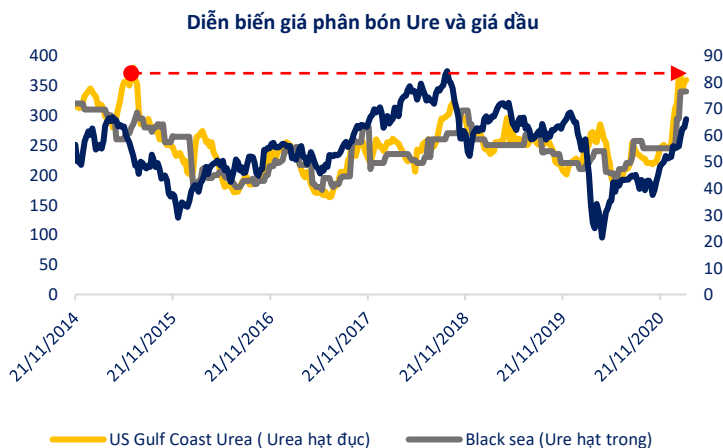
Năm 2021- Cơ hội cải thiện giá phân bón nhờ động lực kép từ nguồn cung gián đoạn và nhu cầu phục hồi do dịch bệnh Covid-19 diễn biến phức tạp dẫn đến nguồn cung gián đoạn tại các quốc gia xuất khẩu phân bón hàng đầu như Trung Quốc, ... Trong khi, nhu cầu phân bón tăng cao nhờ (1) chính sách đảm bảo an ninh lương thực trong và sau dịch (2) Thời tiết thuận lợi để khôi phục nền nông nghiệp. Những điều này, cùng với giá dầu phục hồi và chi phí vận chuyển tăng cao, dẫn đến **Giá phân bón thế giới đồng loạt tăng mạnh so với giá trung bình năm 2020 – Thậm chí đạt và vượt đỉnh 2015 trong 2T/2021**; Cụ thể, Giá phân ure (+42%), giá phân DAP (+46%) và giá phân MAP (32%);

Giá phân bón ure trong nước cũng diễn biến đồng pha với giá thế giới tăng lên khoảng 42% so với giá trung bình 2020 – Ở mức 8,500 đồng/kg-9,300 đồng/kg, nhờ

(1) Điều kiện khí hậu thích hợp để trồng trọt và tăng năng suất cây lương thực dẫn tới nhu cầu phân bón nội địa và xuất khẩu tăng cao; trong khi tồn kho trong nước thấp cuối năm 2020 giảm 39% YoY).

(2) Giá dầu FO phục hồi về mức 340 USD/ Thùng (+40% so với giá trung bình 2020), nhưng vẫn tăng chậm hơn so với mức tăng của các dòng phân bón.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá bán khó có thể duy trì mức cao như hiện tại và sẽ có điều chỉnh giảm trong Q3-Q4. Do đó, chúng tôi đặt giả định giá phân bón sẽ ở mức 7,900 đồng/kg – mức giá trung bình cao nhất trong 5 năm trở lại đây.



Nguồn: Bloomberg, DPM, BSC Forecast

Bảng dự báo kết quả kinh doanh DPM:

Đơn vị: Tỷ đồng	2020E	2021F	2022F
Giá dầu FO (USD/MMBTU)	253	322	345
% YoY	-30%	27%	7%
Giá khí thiên nhiên (USD/MMBTU)	4.73	5.71	6.01
% YoY	-17%	21%	5%
Doanh thu Phân bón	5,865	7,464	8,021
% YoY	5.5%	27.3%	7.5%
Doanh thu Hóa chất	727	700	702
% YoY	131.9%	96.3%	100.2%
Doanh thu Phân bón tự doanh	1,276	1,816	1,843
% YoY	-23%	42%	1%
Sản lượng tiêu thụ (ngàn tấn)			
Phân bón Urê quy đổi	827	790	798
% YoY	20%	-4%	1%
Phân bón NPK	94	130	170
% YoY	23%	38%	31%
Phân bón tự doanh	171	189	189
% YoY	-16%	10%	0%
Doanh thu	7,762	9,846	10,424
Giá vốn hàng bán	6,032	7,517	8,107
Lợi nhuận gộp	1,730	2,329	2,318
Chi phí bán hàng	655	801	848
Chi phí QLDN	409	520	550
EBIT	666	1,008	919
Doanh thu tài chính	180	190	219
Chi phí tài chính	93	115	111
LN trước thuế	753	1,083	1,027
Thuế TNDN	147	199	164
Lợi ích của cổ đông thiểu số	10	19	18
Lợi nhuận sau thuế	596	865	845
EPS cơ bản (đồng)	1,557	1,942	1,898
Biên LNG	22.3%	23.7%	22.2%
Biên LN ròng	7.7%	8.8%	8.1%
ROE	8.4%	10.3%	9.9%

Nguồn: BSC Research dự báo

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** mã cổ phiếu **DPM** và nâng giá mục tiêu lên **23,030 VND/CP**, **upside 20.6%** so với giá ngày 10/03/2021, dựa trên phương pháp DCF và P/E (50%/50%) do thay đổi một số giả định sau (i) Điều chỉnh tăng giá đầu FO và giá bán ure, dựa theo diễn biến 2T/2021; (ii) Sản lượng kinh doanh giảm (-4.5%YoY) do kế hoạch bảo dưỡng vào Q2/2021; (iii) P/E mục tiêu được điều chỉnh lên 11.8x, dựa vào trung vị ngành là 11.7x và P/E trung vị 3 năm là 11.8x.

Phương pháp	Định giá (đồng/ CP)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/ CP)
DCF	23,143	50%	11,571
P/E với P/E mục tiêu 11.8x	22,918	50%	11,459

Gía mục tiêu (đồng/ CP)

23,030

Gía đóng cửa ngày 10/03/2021

19,100

Tỷ lệ cổ tức

7.9%

TSR

20.6%

P/E trung vị 3 năm

11.83

Phương pháp DCF

Chi phí sử dụng vốn bình quân (%)

Beta	0.80
Lãi suất phi rủi ro	3.5%
Phần bù rủi ro thị trường	10.7%
Chi phí VCSH	12.1%
Chi phí nợ	8.7%
Thuế TNDN	18.4%
% Nợ	11.3%
% VCSH	88.7%

FCFF (Tỷ đồng)

Gía trị hiện tại của FCF*	3,022
Gía trị thanh lý	4,799
Tổng giá trị hiện tại FCF	7,821
(+) Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn	2,634
(-) Nợ vay ngắn và dài hạn	(1,379)
(-) Lợi ích của cổ đông thiểu số	(19)
EV	9,057
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	391

WACC

11.5%

Gía trị 1 CP, VND

23,143

Phương pháp P/E

EPS 2021 (đồng/CP)	1,942
P/E mục tiêu 11.8 (lần)	11.8

Gía mục tiêu cho 2021 (đồng)

22,918

Nguồn: BSC Research

Bảng tổng hợp các doanh nghiệp cùng ngành phân theo vốn hóa

Mã CK	Tên	Sàn	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	P/E cơ bản (TTM)	P/B (TTM)	P/S (TTM)	EV/EBITDA
DCM	Đạm Cà Mau	HOSE	7,914.53	11.92	1.26	1.05	4.35
DPM	Đạm Phú Mỹ	HOSE	7,161.42	10.33	0.89	0.92	5.13
DHB	Đạm Hà Bắc	UPCOM	1,959.84	-1.34		0.70	40.04
DDV	DAP - Vinachem	UPCOM	1,784.00	109.72	1.40	0.95	9.39
BFC	Phân bón Bình Điền	HOSE	1,137.64	8.52	1.17	0.21	6.27
LAS	Hóa chất Lâm Thao	HNX	1,015.71	133.78	0.82	0.44	9.66
SFG	Phân bón Miền Nam	HOSE	440.18	156.11	0.79	0.32	28.67
VAF	Phân lân Văn Điển	HOSE	376.65	17.43	0.82	0.51	10.79
QBS	Xuất nhập khẩu Quảng Bình	HOSE	185.80	-3.23	0.29	0.15	-25.93
PSW	Phân bón hóa chất dầu khí Tây Nam Bộ	HNX	151.30	18.08	0.77	0.09	23.63
NFC	Phân lân Ninh Bình	HNX	124.28	13.56	0.68	0.29	5.87
PCE	Phân bón và Hóa chất DK Miền Trung	HNX	103.00	8.03	0.64	0.06	13.57
PSE	Hóa chất DK Đông Nam bộ	HNX	97.50	11.55	0.63	0.05	10.95
HPH	Hóa Chất Hưng Phát Hà Bắc	UPCOM	40.32	13.50	0.40	0.53	3.84
HSI	Phân bón Hóa sinh	UPCOM	19.53	-30.11	43.15	0.11	18.31
DCI	CN Hóa chất Đà Nẵng	UPCOM	2.84	0.39	0.09	0.01	0.29
Trung vị			281.23	11.73	0.79	0.30	9.52

Nguồn: Fiin Pro

Kỳ vọng được hoàn thuế VAT đầu vào khi luật thuế VAT sửa đổi được thông qua vào kì họp Quốc Hội lần thứ 11 vào tháng 3/2021 (chưa ghi nhận vào kết quả định giá chung)

Việc Bộ Tài Chính kiến nghị Chính Phủ về ý kiến sửa đổi Luật Thuế 71/2014/QH13 ngày 26/11/2014, theo hướng đưa phân bón là mặt hàng chịu thuế VAT ở mức 5%, để trình Quốc hội kỳ vọng sẽ được thông qua vào kì họp tháng 3/2021.. Theo BSC, sự kiện này có thể tác động đến chi phí giá vốn trong giai đoạn 2021-2024, nên chúng tôi đã xây dựng hai kịch bản để đánh giá tác động này.

Trường hợp 1: Luật thuế VAT không được thông qua (kịch bản dự phóng cơ sở)

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh Thu	7,762	9,846	10,424	10,848	11,155
Lợi nhuận gộp	1,730	2,329	2,318	2,315	2,259
Biên lợi nhuận gộp	22.3%	23.7%	22.2%	21.3%	20.3%
EBIT	666	1,008	919	860	763
EPS	1,557	1,942	1,898	1,871	1,785
Định giá phương pháp P/E (đồng)	22,918				

Nguồn: BSC Research dự báo

Trường hợp 2: Luật thuế VAT được thông qua

Dựa trên giả định, BSC kỳ vọng sự kiện này sẽ giúp DPM được hoàn thuế VAT đầu vào, tương đương ~286 tỷ đồng/năm trong giai đoạn dự phóng, tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp toàn công ty từ năm 2021.

*** Giá bán không thay đổi so mới TH1 – 7,900 đồng/kg

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh Thu	7,762	9,846	10,424	10,848	11,155
Lợi nhuận gộp	1,730	2,614	2,622	2,639	2,604
Biên lợi nhuận gộp	22%	27%	25%	24%	23%
EBIT	666	1,294	1,223	1,184	1,108
EPS	1,553	2,538	2,549	2,565	2,523
Định giá phương pháp P/E (đồng)	29,946				

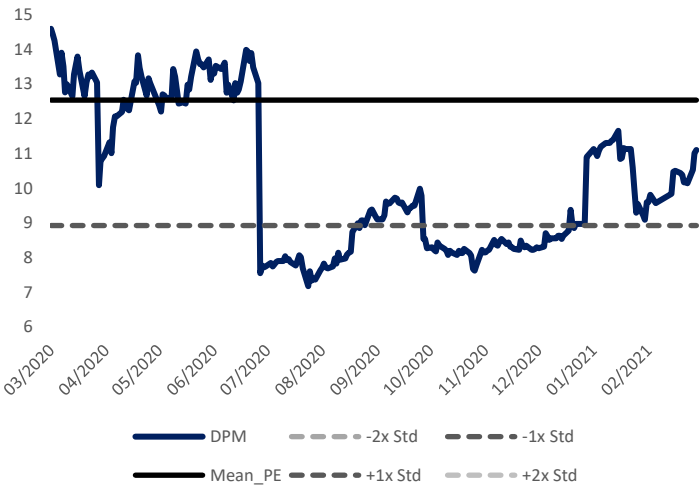
Nguồn: BSC Research dự báo

*** Giá bán bị điều chỉnh giảm 5% so mới TH1: Theo dự thảo được đề xuất bởi bộ Tài chính ([link](#))

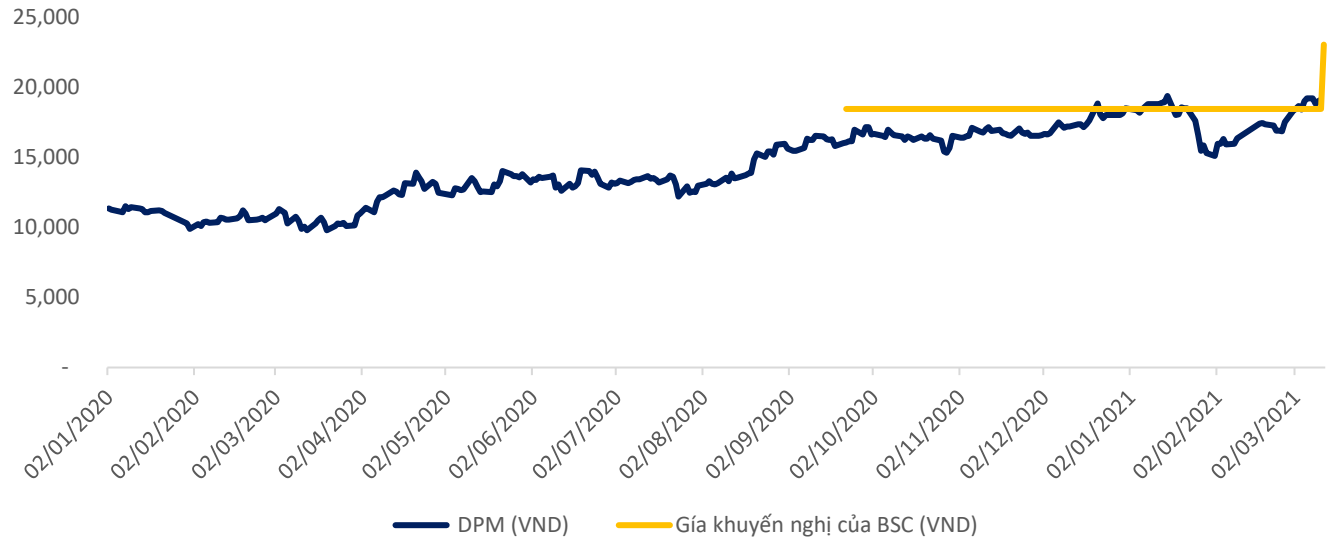
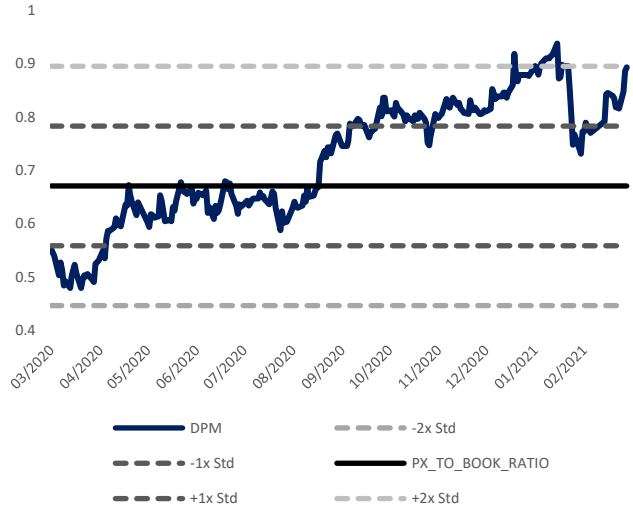
Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh Thu	7,762	9,449	10,018	10,432	10,729
Lợi nhuận gộp	1,730	2,317	2,319	2,330	2,287
Biên lợi nhuận gộp	22%	25%	23%	22%	21%
EBIT	666	1,050	975	930	848
EPS	1,553	2,101	2,073	2,055	1,980
Định giá phương pháp P/E (đồng)	24,795				

Nguồn: BSC Research dự báo

STOCK PE



STOCK PB



QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT

Giá mục tiêu 21,500

Giá cắt lỗ 16,920

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- Chỉ báo xu hướng MACD: đường MACD ở dưới đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Ở trên giá trị 50.
- Đường MA: EMA12 ở trên EMA26.

Nhận định: DPM đang ở trong quá trình tăng giá trung hạn từ đầu tháng 4 năm ngoái đến nay và hiện đang mạnh mẽ bước vào sóng Elliott thứ (V) là một sóng tăng. Thanh khoản cổ phiếu trong những tuần gần đây đang có chiều hướng tăng dần. Mặc dù các chỉ báo xu hướng chưa có được sự đồng nhất về trạng thái nhưng chỉ báo động lượng RSI đang tăng dần và chưa đi vào vùng quá mua nên tiềm năng cổ phiếu có thể vượt qua mức cản tại ngưỡng Fib 78.6%. Nếu nhìn về trung hạn, theo nhận định hiện tại DPM nhiều khả năng sẽ hướng tới vùng giá trên 20.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu với giá mục tiêu nằm tại vùng giá xung quanh 21.5, cân nhắc cắt lỗ nếu ngưỡng hỗ trợ 17 bị xuyên thủng.



Nguồn: BSC, PTKT iTrade

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 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, 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>

