

**CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN VÀ HOÁ CHẤT DẦU KHÍ (HOSE: DPM)**
**ĐÁNH GIÁ**

Giá mục tiêu mới	15.931
Giá mục tiêu cũ	14.024
Giá hiện tại	14.050

**THEO DÕI**
**KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2020**

Bước sang 2020, bức tranh lợi nhuận của Đạm Phú Mỹ trở nên tươi sáng hơn khi ghi nhận mức tăng đáng kể so với cùng kì. Cụ thể, chỉ trong 3 tháng đầu năm 2020, doanh thu thuần Q1/2020 chỉ đạt 1,697 tỷ đồng, tăng 7,8% so với Q1/2019.

**Dữ liệu giao dịch**

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	18,075/11,050
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5,440
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	391,400
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	7,312,460
Sở hữu trong nước (%)	65.6
Sở hữu nước ngoài (%)	14.56
Room nước ngoài (%)	34.44

Đồng thời, DPM được hưởng lợi từ sự sụt giảm giá dầu, đưa biên lợi nhuận gộp từ mức TH 2019 là 18,2% lên 19,8% trong quý 1. Nhờ đó, LNTT đạt 128,8 tỷ đồng, tăng mạnh 94,6% so với cùng kì. Với mức kế hoạch đặt ra đầu 2020, riêng quý 1 doanh nghiệp đã đạt 24,5% kế hoạch năm.

**CẬP NHẬT ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG 2020**
**Nhà máy sản xuất Ure tiếp tục hoạt động với công suất 800.000 tấn/năm**

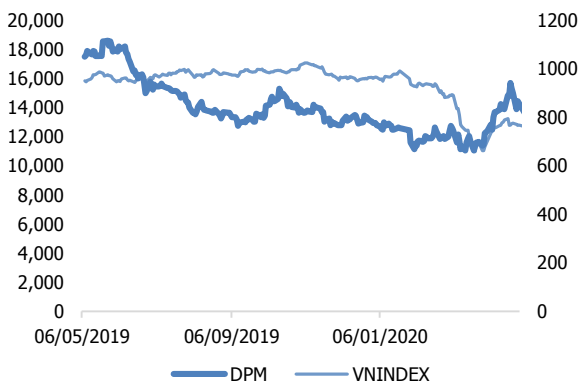
Một trong những nguyên nhân chính gây ra sự sụt giảm doanh thu và sản lượng trong năm 2019 đến từ thời gian bảo dưỡng nhà máy bị kéo dài của DPM. Tuy nhiên trong 2020, nhà máy dự kiến hoạt động trở lại với công suất như các năm trước là 800.000 tấn/năm, ghi nhận ngay từ quý 1/2020 với sản lượng Ure bán ra trên 40%. Dự kiến doanh thu sẽ tiếp tục phục hồi và tăng trưởng mạnh trong các quý tới.

**Một số chỉ tiêu chính**

	2019A	2020E	2021E
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>7,684</b>	<b>8,148</b>	<b>8,380</b>
LN gộp (tỷ VND)	1,402	1,842	1,687
EBIT (tỷ VND)	432	758	654
<b>LN ròng (VND)</b>	<b>378</b>	<b>764</b>	<b>702</b>
Tăng trưởng LNR (%)	-46	69	-10
EPS (VND)	994	1,596	1,473
Tăng trưởng EPS (%)	-45	61	-8
BVPS (VND)	20,852	21,304	22,097
Tỷ suất cổ tức (%)	62.9	63	63
<b>ROE (%)</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>8</b>
<b>ROA (%)</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>6</b>

**Hưởng lợi trong ngắn hạn nhờ biến động giá dầu giảm**

Giá khí đầu vào của DPM được tính thả nổi theo công thức: 46% giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore + Tariff vận chuyển khí. Theo đó việc giá dầu sụt giảm mạnh trong năm 2020 sẽ giúp DPM hưởng lợi giảm giá vốn. Với giả định giá dầu trung bình 2020 đạt mức 35 USD/thùng, ước tính biên lợi nhuận gộp của DPM được cải thiện lên 22,6% từ mức thực hiện 2019 là 18,3%.

**Diễn biến giá cổ phiếu**

**Định giá doanh nghiệp**

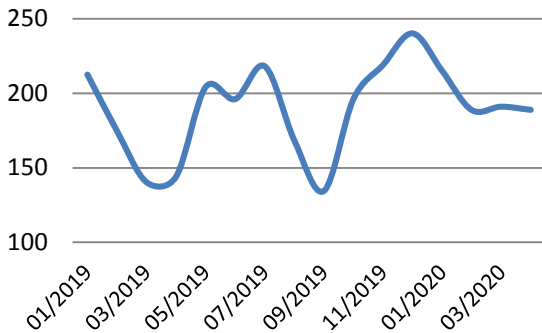
Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh P/E với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực để xác định giá trị. Trước sự thay đổi về giá khí đầu vào với giả định giá dầu bình quân 35 USD/thùng và giá thành Ure bình quân sẽ tiếp tục có sự điều chỉnh giảm trong năm 2020, chúng tôi điều chỉnh dự phóng cho DPM.

Kết quả định giá:

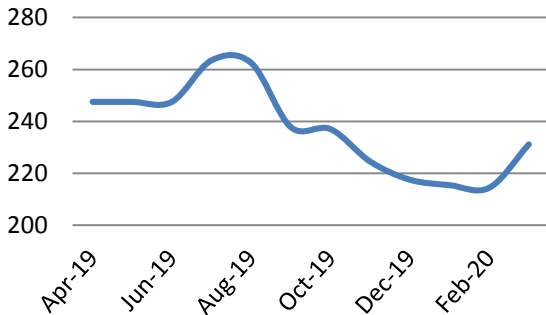
**Cơ cấu cổ đông**

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	59,59%
Edgbaston Asian Equity Trust	5,03%
Cổ đông khác	35,47%

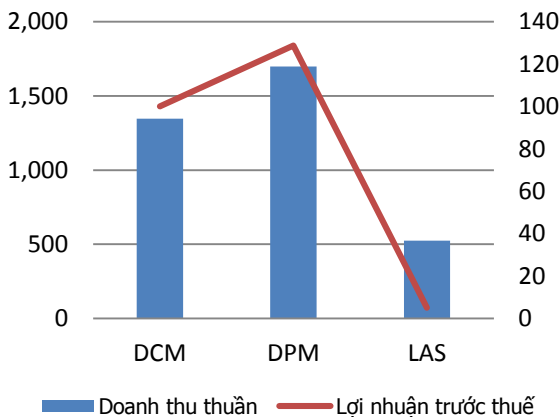
DCF	20.051
Multiples (P/E)	11.810
<b>Trung bình</b>	<b>15.931</b>

**Sản lượng phân bón Ure sản xuất tại Việt Nam 2019-2020 (đơn vị : nghìn tấn)**


Nguồn: GSO, PSI tổng hợp

**Giá Ure thế giới giai đoạn 2019-2020 (đơn vị : USD/tấn)**


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

**Kết quả kinh doanh của các DN phân bón Q1/2020 (đơn vị : tỉ VNĐ)**


Nguồn: DPM, DCM, LAS, PSI tổng hợp

## Tình hình tài chính

### Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2020

Ngay từ đầu năm 2020, dịch bệnh Covid-19 đã khiến các đơn vị ngành phân bón gặp rất nhiều khó khăn trong việc chuẩn bị nguyên vật liệu, vật tư cho sản xuất, lưu thông hàng hóa. Diễn biến phức tạp của hạn mặn và ngành nông nghiệp trong quý 1/2019 cũng gây ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ và sản xuất trong nước. Cùng với đó, giá Ure thế giới tiếp tục sụt giảm so với cùng kỳ năm trước gây khó khăn cho các doanh nghiệp phân bón trong nước. Tuy vậy, DPM vẫn giữ vị thế là doanh nghiệp có doanh thu và lợi nhuận cao nhất trong ngành trong quý 1/2020, tăng trưởng đáng kể so với cùng kỳ.

### Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Khoản mục (tỷ đồng)	Q1/2019	Q1/2020	%yoy
Doanh thu thuần	1,574	1,697	+7.8%
Giá vốn hàng bán	1,305	1,359	+4.1%
Lợi nhuận gộp	268.6	338.8	+26.1%
Doanh thu hoạt động tài chính	15.5	31.1	+100.6%
Chi phí tài chính	27.8	28.1	1.1%
Chi phí bán hàng	100.5	139	38.3%
Chi phí QLDN	90.3	75.2	-16.7%
LNTT	66.2	128.8	+94.6%

Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

So với năm 2019 sản lượng bị sụt giảm do đợt bảo dưỡng kéo ngày 72 ngày, 2020 DPM đã quay trở lại hoạt động 100% công suất nhà máy sản xuất phân Ure. Sản lượng hàng bán phân Ure tăng 46% trong quý 1/2020, giúp doanh thu thuần của DPM đạt 1.697 tỷ đồng (+7,8%yoy), đạt 18,4% kế hoạch năm. Dịch bệnh Covid-19 đã gây khó khăn cho phân bón nhập khẩu, đặc biệt từ Trung Quốc, là điều kiện thuận lợi cho DN phân bón trong nước như Đạm Phú Mỹ.

Đồng thời, giá khí là nguyên liệu đầu vào giảm đáng kể do giá dầu sụt giảm mạnh trong quý 1/2020. Theo đó, chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế đạt 128,8 tỷ đồng (+94,6%yoy), đạt 24,5% của kế hoạch ban đầu là 512 tỷ đồng.

Sản lượng hàng bán tăng kéo theo chi phí bán hàng tăng 38,3%yoy, tuy nhiên công ty vẫn thành công trong việc tiết kiệm chi phí QLDN giảm 16.7%.

## Cập nhật đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh trong năm 2020

Chúng tôi đánh giá thận trọng tình hình kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2020 do những yếu tố biến động khó lường của thị trường nông nghiệp, giá phân bón và giá khí đầu vào (bị chi phối bởi giá dầu) sẽ ảnh hưởng đến doanh nghiệp. Theo đó, ước tính doanh thu 2020 đạt 8.148 tỷ đồng, tăng 6% so với 2019, lợi nhuận trước thuế đạt 789,2 tỷ đồng, trên cơ sở như sau :

(1) Doanh thu dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ sang năm 2020, doanh nghiệp quay lại duy trì nhà máy vận hành an toàn với công suất sản xuất ure 800.000 tấn/ năm và rút ngắn thời gian bảo dưỡng nhà máy NPK so với 2019. So với tổng công suất 250.000 tấn/năm của nhà máy NPK, hiện tại DPM vẫn chưa vận hành 100% công suất do còn bảo dưỡng sửa chữa, dự kiến 2020 nhà máy sẽ phải hoạt động năng suất hơn để đạt chỉ tiêu 160.000 tấn NPK từ đầu 2020 DPM đã đặt ra.

(2) Dưới động thái giảm mạnh của giá dầu thô thế giới từ những tháng đầu năm 2020, chúng tôi giả định giá dầu trung bình năm ở mức 35 USD/thùng, doanh nghiệp sẽ tiếp tục hưởng lợi đáng kể từ việc giảm chi phí giá khí trong các quý tới. Hiện nay chi phí nguyên liệu chiếm 65-70% giá vốn, trong trường hợp giá dầu như trên thì ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên 26,3%.

(3) Kỳ vọng chính sách thuế sẽ đưa phân bón vào mặt hàng hưởng thuế thay vì mặt hàng không chịu thuế, để giảm thiểu sự cạnh tranh với phân bón nhập khẩu khi sự tham gia của các hiệp định thương mại đang làm tăng khối lượng nhập khẩu, cản trở doanh thu các DN trong nước.

### Định giá doanh nghiệp

**Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF** : Với phương pháp này, chúng tôi dự phóng dòng tiền trong các năm tới của doanh nghiệp, sử dụng FCFF để tiến hành chiết khấu dòng tiền về hiện tại. Giá mục tiêu của DCF là **20.051 đồng/cp**

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	Giá trị vĩnh viễn
<b>EBIT</b>	757,682	653,924	662,158	681,906	731,850	
Thuế suất	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	
<b>NOPAT (Net Operating Profit after Tax)</b>	611,661	528,654	535,242	551,040	590,995	
-Thay đổi vốn lưu động	-105,405	44,409	245,840	-232,074	-360,871	
-Vốn đầu tư	-108,000	-109,276	-110,570	-111,882	-112,331	
+Khấu hao	551,304	551,304	551,304	550,760	419,122	
<b>FCFF</b>	949,560	1,015,090	1,221,816	757,844	536,914	3,997,026
<b>Tỉ suất chiết khấu</b>	14%	14%	14%	14%	14%	14%
<b>Chiết khấu dòng tiền</b>	832,947	781,079	824,691	448,705	278,856	2,075,930

Định giá	
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	5,242,208
<b>Tổng nợ vay</b>	1,240,896
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	165,368
<b>Tiền mặt</b>	4,011,952
<b>Giá trị vốn cổ phần</b>	7,847,896
<b>SLCP đang lưu hành</b>	391,400,000
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>20,051</b>

**Phương pháp so sánh P/E** : Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E với các doanh nghiệp khác cùng trong hoạt động sản xuất, kinh doanh phân bón để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu.

Với EPS Forward 2020 của DPM năm 2020 là 1.596 đồng/cp. Giá mục tiêu theo phương pháp này là **11.810 đồng/cp**.

Mã	Tên doanh nghiệp	P/E	
HKCI	IN Equity	HIKAL LTD	12.91
1986	HK Equity	TSAKER CHEMICAL GROUP LTD	2.31
NFL	IN Equity	NATIONAL FERTILIZERS LTD	4.04
GSFC	IN Equity	GUJARAT STATE FERT & CHEMICA	3.45
VORG	IN Equity	VALIANT ORGANICS LTD	14.28
	<b>Trung bình</b>		<b>7.4</b>

**Báo cáo tài chính**

<b>Income Statement (VND bn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>Chỉ số chính</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Doanh thu thuần	<b>7,042</b>	<b>8,148</b>	<b>8,380</b>	<b>Khả năng sinh lời</b>			
Giá vốn hàng bán	6,281	6,306	6,692	Biên lợi nhuận gộp	18%	23%	20%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,402</b>	<b>1,842</b>	<b>1,687</b>	Biên EBITDA	16%	16%	14%
Doanh thu tài chính	140	124	139	Biên lợi nhuận trước thuế	5%	9%	8%
Chi phí tài chính	108	97	83	ROE	6%	9%	8%
Lãi/lỗ trong công ty LD,LK	-	-	-	ROA	4%	8%	6%
Chi phí bán hàng	555	638	574	<b>Tăng trưởng</b>			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	415	446	459	Doanh thu	-17%	6%	3%
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>464</b>	<b>785</b>	<b>709</b>	Lợi nhuận gộp	-46%	69%	-10%
Lợi nhuận khác	-	-	-	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-45%	61%	-8%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>467</b>	<b>789</b>	<b>713</b>	EPS	-45%	61%	-8%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>389</b>	<b>625</b>	<b>577</b>	Tổng tài sản	3%	-11%	15%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>378</b>	<b>764</b>	<b>702</b>	VCSH	3%	-11%	15%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>Thanh khoản</b>			
<b>Balance Sheet (VND bn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	Thanh toán hiện hành	2.88	3.54	3.49
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>5,944</b>	<b>6,392</b>	<b>6,125</b>	Nợ/tài sản	11%	10%	8%
I. Tiền & tương đương tiền	4,012	4,491	5,137	Nợ/vốn chủ sở hữu	15%	13%	11%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	Khả năng thanh toán lãi vay	4.04	7.91	7.93
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	289	338	348	<b>Định giá</b>			
IV. Hàng tồn kho	1,351	1,270	1,348	EPS (VND)	994	1,596	1,542
V. Tài sản ngắn hạn khác	292	292	292	BVPS (VND)	20,852	21,304	22,978
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>5,946</b>	<b>4,937</b>	<b>4,494</b>				
I. Các khoản phải thu dài hạn	1	1	1				
II. Tài sản cố định	4,791	4,239	3,804				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	45	48	50				
VI. Tài sản dài hạn khác	274	274	274				
<b>Tổng tài sản</b>							
<b>Nợ phải trả</b>	<b>3,279</b>	<b>1,807</b>	<b>2,970</b>				
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,061</b>	<b>1,807</b>	<b>2,039</b>				
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,884	1,630	1,862				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	177	177	177				
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>1,218</b>	<b>0</b>	<b>931</b>				
1. Các khoản phải trả dài hạn	155	272	171				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,064	912	760				
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8,161</b>	<b>8,338</b>	<b>8,649</b>				
1. Vốn điều lệ	3,914	3,914	3,914				
2. Cổ phiếu quỹ	-	-	-				
3. Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21				
4. Lợi nhuận giữ lại	556	473	1,053				
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	165	217	308				
6. Nguồn vốn khác	3,495	3,443	3,352				
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>11,440</b>	<b>11,145</b>	<b>11,619</b>				

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ**

Hệ thống khuyến nghị của PSI được xây dựng dựa trên mức chênh lệch giữa kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm định giá, có giá trị 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu, tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật hoặc đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

**LIÊN HỆ****CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: [www.psi.vn](http://www.psi.vn)

**Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh**

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (84-8) 3914 6789  
Fax: (84-8) 3914 6969

**Chi nhánh TP. Vũng Tàu**

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp. Vũng Tàu  
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26  
Fax: (84-64) 625 4521

**Chi nhánh TP. Đà Nẵng**

Tầng G, tòa nhà Pvcombank Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4, phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng  
Điện thoại: (84-236) 389 9338  
Fax: (84-236) 389 9339

**TRUNG TÂM PHÂN TÍCH****Đào Hồng Dương**

Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: [duonghd@psi.vn](mailto:duonghd@psi.vn)

**Lê Đức Khánh**

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: [khanhld@psi.vn](mailto:khanhld@psi.vn)

**Đỗ Trung Thành**

Phó phòng PTDN

Email: [thanhdt@psi.vn](mailto:thanhdt@psi.vn)

**Lê Thị Hà Giang**

Bộ phận truyền thông

Email: [gianglth@psi.vn](mailto:gianglth@psi.vn)

**Ngô Hồng Đức**

Chuyên viên phân tích

Email: [Ducnh@psi.vn](mailto:Ducnh@psi.vn)

**Nguyễn Minh Hiếu**

Chuyên viên phân tích

Email: [hieunm@psi.vn](mailto:hieunm@psi.vn)

**Nguyễn Hoàng Minh Hương**

Chuyên viên phân tích

Email: [huongnhm@psi.vn](mailto:huongnhm@psi.vn)

**Phạm Hoàng**

Chuyên viên phân tích

Email: [phamhoang@psi.vn](mailto:phamhoang@psi.vn)



**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.