

**Bùi Thị Phương**

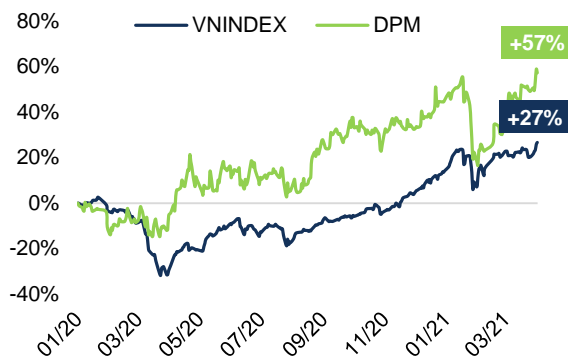
Chuyên viên phân tích

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

Tel: 1900 6446 – Ext: 4312

**Người phê duyệt báo cáo**
**Nguyễn Thị Kim Chi**

Phó Giám đốc phân tích đầu tư

**Biến động giá cổ phiếu DPM và VNINDEX**

**Thông tin giao dịch**
**15/04/2021**

Giá hiện tại (VND/cp)	19.350
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	20.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	13.300
Số lượng CP niêm yết (cp)	391.400.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	391.334.260
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	2.218.560
Vốn hóa (tỷ VND)	7.787
EPS trailing (VND/cp)	1.735
P/E trailing	11,5x

**Thông tin doanh nghiệp**

Tên	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP
Địa chỉ	Số 43 Mạc Đĩnh Chi, phường Đa Kao, quận 1, Tp.HCM
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại phân bón vô cơ và hữu cơ
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Giá khí nguyên liệu biến động mạnh

**Cơ cấu cổ đông**
**31/03/2021**

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	59,6%
Cổ đông nước ngoài	13,8%
Cổ đông trong nước	26,6%

**Giá thị trường (15/04/2021)** 19.350

**Khuyến nghị**
**Giá mục tiêu** 22.300

**MUA**
**Chênh lệch** +15,2%

**HƯỞNG LỢI TỪ YẾU TỐ NGÀNH**
**NHU CẦU HỒI PHỤC, GIÁ URÊ TĂNG MẠNH**

Chúng tôi cập nhật định giá cổ phiếu DPM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Mức giá mục tiêu được xác định là **22.300 VND/cp**, cao hơn 15,2% so với giá đóng cửa ngày 15/04/2021. Với kỳ vọng tích cực từ yếu tố ngành phân bón nội địa và thế giới, nhu cầu hồi phục, giá Urê tăng mạnh trong năm 2021, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DPM ở thời điểm hiện tại. [\(Chi tiết định giá\)](#)

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

- **Hưởng lợi từ yếu tố ngành - Nhu cầu phân bón hồi phục, giá phân Urê tăng mạnh** [\(Chi tiết\)](#)

Sản xuất nông nghiệp trong nước phục hồi, nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2021 dự kiến đạt ~10,3 triệu tấn, tăng 5,5% so với năm 2020. Bên cạnh đó, giá phân Urê dự báo duy trì ở mức cao trong năm 2021, kỳ vọng thúc đẩy doanh thu mảng phân bón của DPM tăng trưởng tích cực. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần 2021 của DPM đạt 8.772 tỷ đồng (+11,5% yoy).

- **Giá dầu thế giới tăng nhanh, biên lợi nhuận gộp năm 2021 nhiều khả năng giảm nhẹ** [\(Chi tiết\)](#)

Giá dầu thô và dầu FO thế giới đang tăng nhanh trước sự hồi phục của nhu cầu tiêu thụ toàn cầu. Theo đó, giá khí quy đổi theo giá dầu FO (+31,2% yoy) dự báo tăng nhanh hơn giá phân Urê (+16% yoy), biên lợi nhuận gộp của DPM dự kiến giảm nhẹ về 21,1% cho cả năm 2021, so với mức 22,3% năm 2020.

- **Khoản bồi thường sự cố gián đoạn sản xuất năm 2019 sẽ được ghi nhận phần còn lại trong năm 2021, ước tính ~120 tỷ đồng**

Sự cố gián đoạn sản xuất trong 80 ngày năm 2019 gây thiệt hại cho DPM đã được PVI chấp nhận chi trả ~200 tỷ đồng. Năm 2020, DPM đã ghi nhận một khoản ~80 tỷ đồng và dự kiến ghi nhận 120 tỷ đồng còn lại trong năm 2021 (chiếm ~16% tổng lợi nhuận sau thuế của DPM).

**CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI**

- Rủi ro mất vốn liên quan đến các khoản đầu tư và phải thu công ty liên kết vẫn còn hiện hữu. [\(Chi tiết\)](#)
- Chính sách thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón nhiều khả năng được trình Quốc hội vào các kỳ họp tới trong năm 2021.

(Chi tiết tại [Báo cáo cập nhật Ngành Phân bón – T12/2020](#))

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TRIỂN VỌNG**
**I. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2020**
**Bảng 1 - Một số chỉ tiêu kết quả hoạt động kinh doanh năm 2020 của DPM**

(Đơn vị: tỷ đồng)	Năm 2020	Năm 2019	% yoy	FPTS dự phóng	% TH/ dự phóng	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.761,8</b>	<b>7.683,5</b>	<b>+1,0%</b>	<b>8.460,9</b>	<b>91,7%</b>	
<i>Phân bón sản xuất</i>	5.970,3	5.559,5	+7,4%	6.338,3	94,2%	<b>Phân Urê:</b> Doanh thu phân Urê tăng ~7% yoy chủ yếu nhờ sản lượng hồi phục: <ul style="list-style-type: none"> <li>Sản xuất đạt 865,9 nghìn tấn (+22% yoy), tiêu thụ đạt 826,8 nghìn tấn (+19,6% yoy), do năm 2020 nhà máy Urê không tiến hành bảo dưỡng sau đợt sửa chữa lớn dài ngày năm 2019.</li> <li>Giá bán Urê đạt 6,24 triệu đồng/tấn (-10,2% yoy) do nhu cầu giảm mạnh năm 2020.</li> </ul>
<i>Phân bón thương mại</i>	1.328,7	1.652,1	-19,6%	1.569,4	84,7%	
<i>Hóa chất sản xuất</i>	536,6	496,0	+8,2%	473,4	113,4%	<b>Phân NPK:</b> Doanh thu tăng 19% yoy, nhưng vẫn chưa đạt kế hoạch đề ra, cụ thể: <ul style="list-style-type: none"> <li>Sản xuất đạt 115,8 nghìn tấn (+37% yoy, ~46% CSTK), tiêu thụ đạt 94,5 nghìn tấn (+23% yoy).</li> <li>Giá bán trung bình đạt 8,6 triệu đồng/tấn (-3% yoy), ảnh hưởng từ sự sụt giảm mạnh của nguyên liệu đầu vào.</li> </ul>
<i>Khác</i>	32,1	54,8	-41,4%	54,8	58,6%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.729,8</b>	<b>1.402,1</b>	<b>+23,4%</b>	<b>1.806,3</b>	<b>95,8%</b>	
<i>Phân bón sản xuất</i>	1.626,2	1.308,8	+24,3%	1.636,1	99,4%	Tỷ suất lợi nhuận gộp 2020 tăng đáng kể do giá dầu FO thế giới giảm mạnh kéo giá khí nguyên liệu đầu vào giảm 18,6% yoy, trong khi giá bán phân bón trung bình chỉ giảm từ 3 – 10%. Hầu hết các mảng đều cải thiện biên lợi nhuận gộp, trong đó phân bón sản xuất tăng mạnh từ 23,5% năm 2019 lên 27,2% năm 2020.
<i>Phân bón thương mại</i>	63,1	63,7	-0,9%	54,9	114,9%	
<i>Hóa chất sản xuất</i>	136,0	97,4	+39,6%	108,9	124,9%	
<i>Khác</i>	10,2	11,0	-7,3%	5,5	185,5%	
Doanh thu tài chính	179,6	140,0	+28,3%	139,5	128,7%	
Chi phí tài chính	94,8	107,6	-11,9%	135,9	69,8%	Chi phí tài chính giảm đáng kể do DPM bắt đầu trả nợ vay của tổ hợp dự án NH <sub>3</sub> – NPK khiến chi phí lãi vay 2020 giảm 17,2% yoy.
<i>Chi phí lãi vay</i>	88,5	106,9	-17,2%	130,3	67,9%	
Chi phí bán hàng	654,6	554,8	+18,0%	665,5	98,4%	Chi phí bán hàng tăng mạnh do chi phí vận chuyển tăng và các chi phí quảng cáo kích cầu tiêu dùng trong năm 2020.
Chi phí QLDN	409,1	415,3	-1,5%	465,8	87,8%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>847,9</b>	<b>467,1</b>	<b>+81,5%</b>	<b>707,7</b>	<b>119,8%</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>701,6</b>	<b>388,9</b>	<b>+80,4%</b>	<b>569,7</b>	<b>123,2%</b>	
Tỷ suất LNG	22,3%	18,2%		21,3%		
CP bán hàng/DTT	8,4%	7,2%		7,9%		
CP QLDN/DTT	5,3%	5,4%		5,5%		
Tỷ suất LNST	9,0%	5,1%		6,7%		

*Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp và dự phóng*

**Bảng 2 - Kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2021 của DPM**

Chỉ tiêu (Đơn vị: Nghìn tấn & tỷ đồng)	Thực hiện 2020	Kế hoạch 2021	KH/TH (%)
Sản lượng kinh doanh			
Phân Urê	827	770	-6,9%
Phân NPK	94	140	+48,9%
Phân bón nhập khẩu	179	196	+9,5%
Hóa chất	132	122	-7,6%
Doanh thu thuần	7.867,6	8.331	+5,9%
Lợi nhuận trước thuế	847,9	437	-48,5%
Lợi nhuận sau thuế	701,6	362	-48,4%
Cổ tức tiền mặt	1.200 VND/cp	Đợt 1: 700 VND/cp (đã trả ngày 19/02/2021)	

Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp

## II. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DPM

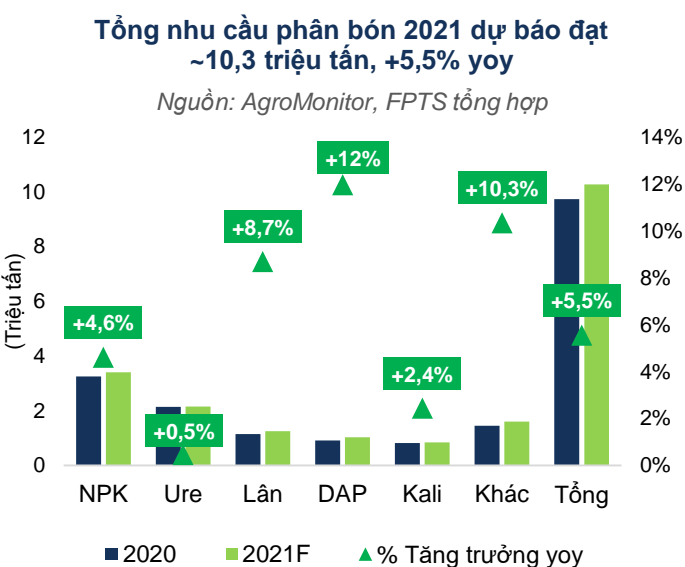
### 1. Hưởng lợi từ yếu tố ngành - nhu cầu phục hồi, giá bán tăng mạnh

#### 1.1. Tiêu thụ phân bón dự kiến tăng trưởng khả quan trong năm 2021

**Tiêu thụ phân bón kỳ vọng tăng trưởng tích cực nhờ sự phục hồi sản xuất nông nghiệp trong nước.** Sản xuất nông nghiệp năm 2021 được thúc đẩy nhờ các yếu tố thời tiết, khí hậu thuận lợi và giá cả các mặt hàng nông sản đang ở mức cao, cụ thể:

(i) Dự báo hiện tượng La Nina có thể kéo dài đến tháng 04/2021, làm giảm tác động của hạn hán tại miền Trung, Tây nguyên và xâm nhập mặn tại miền Nam. Từ tháng 05, trạng thái trung tính duy trì trở lại, mang lại thời tiết thuận lợi cho hầu hết các khu vực canh tác nông nghiệp trên cả nước. (Chi tiết [Phụ lục 01 - Cập nhật dự báo thời tiết](#))

(ii) Theo dự báo của World Bank, giá gạo thế giới năm 2021 trung bình đạt 498 USD/tấn, cao hơn 21,8% so với trung bình 05 năm 2016 - 2020, giá ngô và đậu tương cũng đang duy trì ở mức cao.



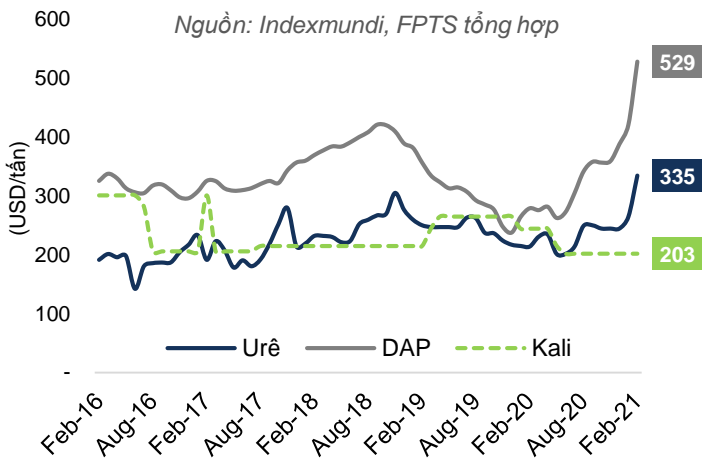
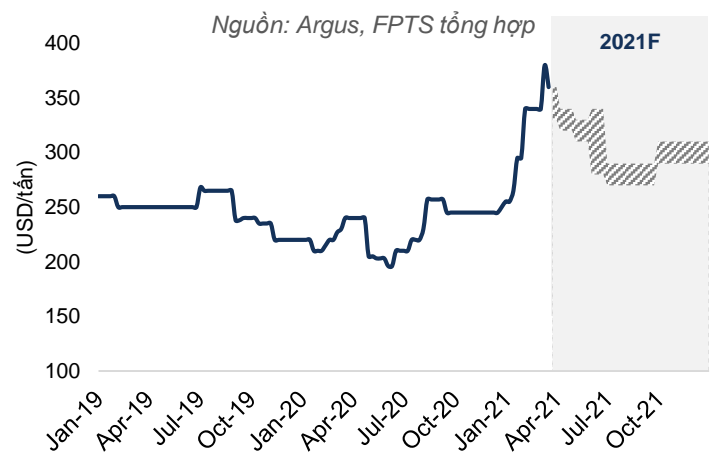
Giá nông sản tăng và tình hình thời tiết năm 2021 dự báo thuận lợi hơn, tạo điều kiện tốt cho canh tác nông nghiệp. Nhu cầu tiêu thụ phân bón dự báo hồi phục đáng kể. Theo AgroMonitor, tổng nhu cầu phân bón năm 2021 dự kiến đạt ~10,3 triệu tấn, tăng 5,5% so với năm 2020. Tiêu thụ hầu hết các loại phân bón đều tăng, đặc biệt là phân DAP (+12% yoy), phân lân (+8,7 % yoy) và phân NPK (+4,6% yoy). Tiêu thụ phân Urê dự báo ổn định hơn (+0,5% yoy), phân Kali (+2,4% yoy) và phân bón khác (+10,3% yoy).

Năm 2021, dự kiến nhu cầu phân bón tại ĐBSCL (khu vực tiêu thụ phân bón lớn nhất cả nước) sẽ hồi phục 4 - 6% so với cùng kỳ, trong đó chủ yếu tăng tiêu thụ phân DAP, NPK và các loại khác như phân lân, phân hữu cơ...

(Chi tiết [Báo cáo cập nhật ngành Phân bón – T12/2020](#))

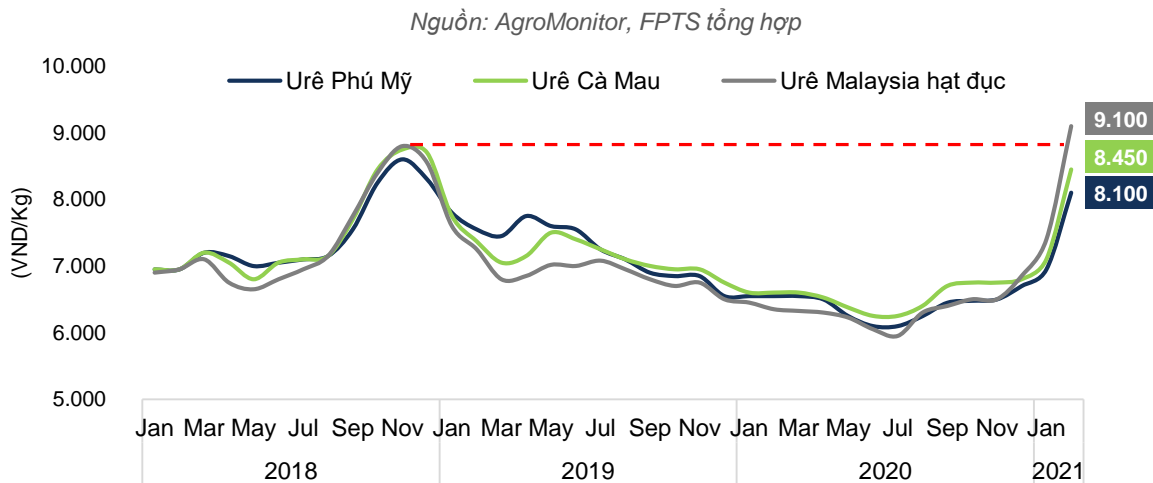
#### 1.2. Giá phân bón nội địa tăng mạnh theo giá thế giới

**Giá phân bón thế giới tăng mạnh từ đầu năm 2021 nhờ sự hỗ trợ từ phục hồi nhu cầu.** Sản xuất nông nghiệp thế giới được khôi phục, nhu cầu phân bón gia tăng ở Châu Âu, Mỹ, Brazil và một số nước Châu Á. Cùng với đó, giá năng lượng và cước phí vận chuyển tăng cao khiến cho giá hầu hết các loại phân bón tăng lên mức kỷ lục.

**Diễn biến giá phân bón thế giới 2016 - 2021**

**Dự báo giá phân Urê thế giới năm 2021**


Tính trung bình tháng 2/2021, giá phân Urê thế giới đạt 335 USD/tấn, +26,4% so với tháng 1 và +56,3% yoy. Giá phân DAP tăng mạnh nhất, trung bình đạt 529 USD/tấn, +25,6% so với tháng 1 và +89,3% yoy. Trong khi đó, giá phân Kali vẫn duy trì ở mức thấp do dư cung và tồn kho tại các khu vực vẫn ở mức cao.

Giá phân bón thế giới dự báo tiếp tục duy trì ở mức cao trong ngắn hạn do nhu cầu gia tăng và cước phí vận chuyển chưa hạ nhiệt. Cụ thể với phân Urê Biển Đen, dự báo giá duy trì ở mức 280 - 340 USD/tấn trong quý 2/2021, quý 3 tạm thời giảm nhẹ xuống 270 - 290 USD/tấn và duy trì mức 290 - 310 USD/tấn đến hết quý 4/2021. Tính trung bình năm 2021, giá Urê thế giới dự báo đạt 305 USD/tấn, cao hơn ~33% so với năm 2020.

**Diễn biến giá phân Urê tại thị trường TP. Hồ Chí Minh**


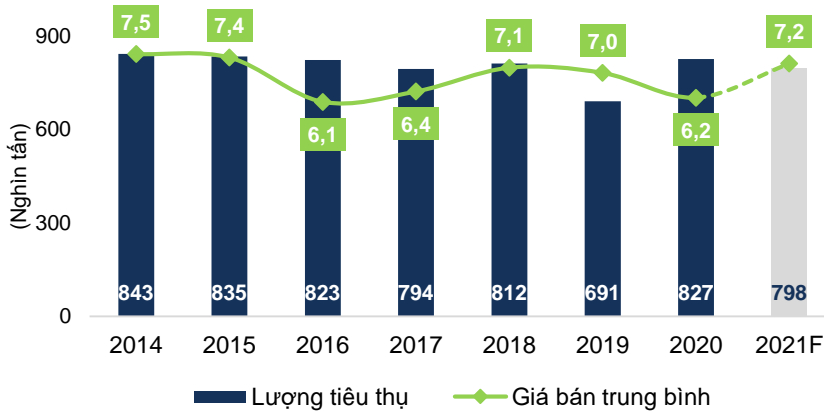
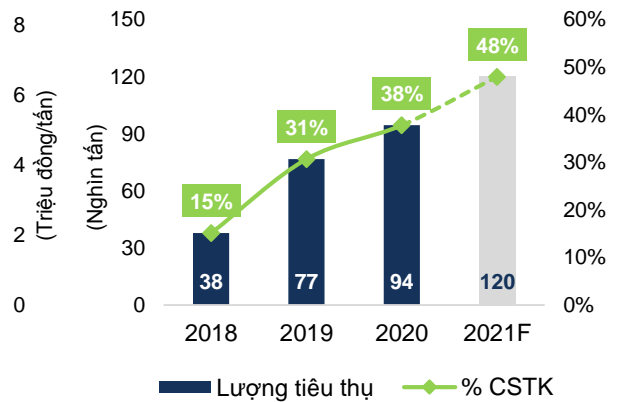
**Giá phân Urê nội địa hiện đã vượt mức cao nhất từ cuối năm 2018 đến nay.** Tính đến cuối tháng 2/2021, giá các chủng loại phân Urê tại thị trường nội địa dao động từ 8.100 - 9.100 VND/kg, cao hơn ~23 - 43% so với cùng kỳ năm 2020. Trong tháng 3, giá phân Urê tiếp tục được hỗ trợ bởi nhu cầu tập trung tại Bắc Bộ cho lúa Đông - Xuân và khu vực Nam Bộ với một phần nhỏ diện tích lúa Hè - Thu xuống giống sớm. Dự báo xu hướng giá Urê nội địa duy trì ở mức cao trong ngắn hạn do được hỗ trợ từ nhu cầu trong nước tăng và giá thế giới vẫn ở mức cao.

**1.3. Doanh thu phân bón của DPM kỳ vọng tăng trưởng tích cực**
**► Mảng phân bón sản xuất: Phân Urê và NPK là động lực tăng trưởng chính**

Với diễn biến ngành phân bón khá tích cực, doanh thu phân bón sản xuất năm 2021 của DPM kỳ vọng tăng trưởng đáng kể so với cùng kỳ, chủ yếu đến từ:

**(1) Phân Urê Phú Mỹ** - kỳ vọng doanh thu tăng trưởng +11,5% yoy với giá bán tăng mạnh, sản lượng giảm nhẹ do bảo dưỡng định kỳ.

- Giá phân Urê Phú Mỹ dự báo duy trì ở mức cao trong ngắn hạn và có thể giảm dần trong quý 3 và đầu quý 4/2021 khi nhu cầu giảm do ngoài vụ. Chúng tôi dự phóng giá bán Urê trung bình năm 2021 của DPM đạt 7,21 triệu đồng/tấn, tăng ~15,5% yoy và cao hơn 1,5% so với giá trung bình năm 2018.
- Sản lượng Urê tiêu thụ năm 2021 kỳ vọng đạt 798 nghìn tấn, giảm 3,5% yoy do nhà máy Đạm Phú Mỹ dự kiến tiến hành bảo dưỡng định kỳ từ cuối tháng 3 đến đầu tháng 4/2021.

**Sản lượng và giá bán phân Urê của DPM**

**Lượng tiêu thụ NPK tự sản xuất**


Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp và dự phóng

## (2) Phân NPK Phú Mỹ – duy trì tăng trưởng tiêu thụ, doanh thu kỳ vọng tăng trưởng +30% yoy:

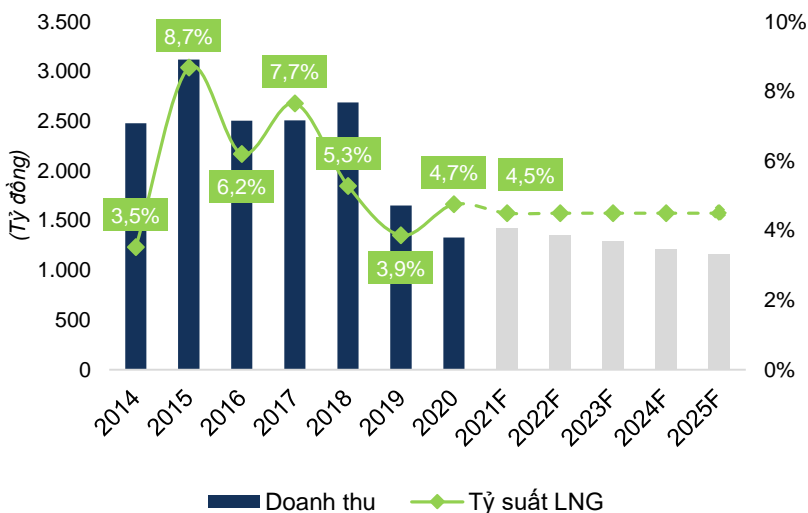
- Với sự hồi phục của nhu cầu NPK nội địa năm 2021 (dự báo +4,6% yoy) và lợi thế về sản phẩm NPK chất lượng cao, lượng tiêu thụ phân NPK của DPM kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng +27% yoy, đạt 120 nghìn tấn (bằng ~48% CSTK).
- Giá bán NPK kỳ vọng đạt mức trung bình 8,73 triệu đồng/tấn (+2% yoy) do mức độ cạnh tranh cao trong mảng NPK nội địa nên việc giá nguyên vật liệu tăng mạnh không thể tác động nhiều lên giá bán đầu ra.

Bên cạnh đó, DPM tiếp tục tìm kiếm thị trường xuất khẩu cho các sản phẩm phân bón. Tháng 01/2021, DPM đã xuất khẩu được 2.080 tấn phân Urê sang thị trường Malaysia và 1.240 tấn phân bón khác (tháng 01/2020, DPM vẫn chưa có hoạt động xuất khẩu).

## ► Mảng thương mại phân bón - Thu hẹp dần với tỷ suất lợi nhuận gộp kỳ vọng ổn định ở mức 4,5%

**Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng phân bón thương mại của DPM**

Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp và dự phóng

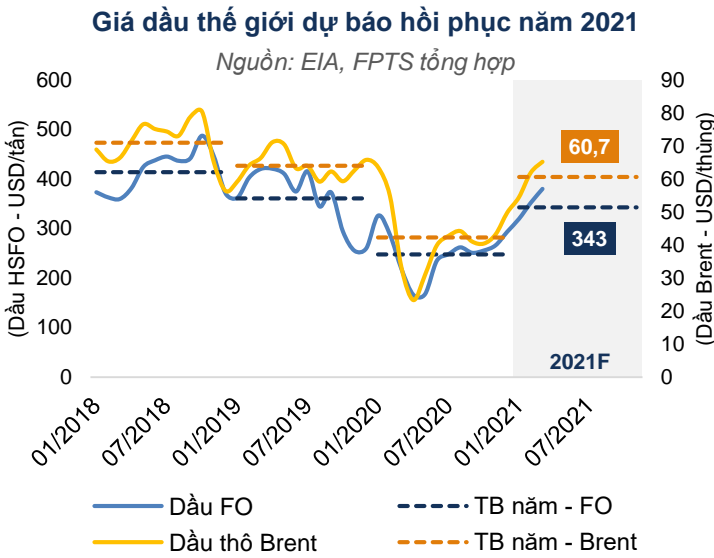


Hoạt động nhập khẩu và kinh doanh thương mại phân bón năm 2020 chỉ còn đóng góp 1.328,7 tỷ đồng doanh thu cho DPM (-20% yoy, chiếm ~17% tổng doanh thu). Hiện, DPM đang gia tăng tỷ trọng cung cấp các sản phẩm tự sản xuất như Urê và NPK. Bên cạnh đó, một phần phân bón nhập khẩu được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào cho nhà máy NPK nên hoạt động thương mại cũng giảm đáng kể.

Lượng tiêu thụ phân bón nhập khẩu kỳ vọng giảm dần trong giai đoạn 2021F - 2025F do nhà máy NPK gia tăng công suất hoạt động. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng thương mại không cao nhưng ổn định từ 4% - 5% giai đoạn 2018 - 2020, chúng tôi kỳ vọng mảng này đem lại lợi nhuận gộp ổn định ở mức 4,5% trong giai đoạn năm 2021F - 2025F.

[\(Trở lại trang 1\)](#)

## 2. Giá dầu thế giới hồi phục nhanh, biên lợi nhuận gộp năm 2021 nhiều khả năng giảm nhẹ



**Giá dầu thế giới dự báo hồi phục mạnh năm 2021.** Tháng 03/2021, giá dầu thô Brent trung bình đạt mức 65,3 USD/thùng, +19,6% so với tháng 01 và tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ 2020. Giá dầu Brent tăng nhanh trong quý 01 phản ánh kỳ vọng hồi phục của nhu cầu nhiên liệu thế giới và việc cắt giảm nguồn cung dầu thô của Tổ chức Các nước Xuất khẩu Dầu mỏ (OPEC) và các nước đối tác (OPEC+).

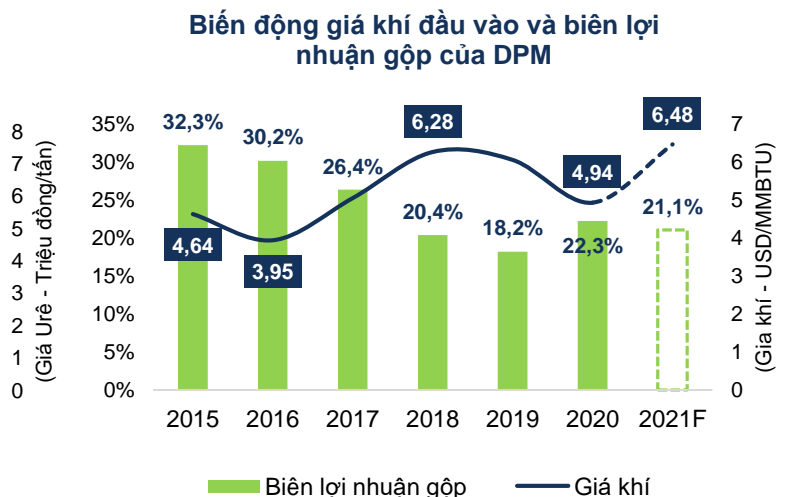
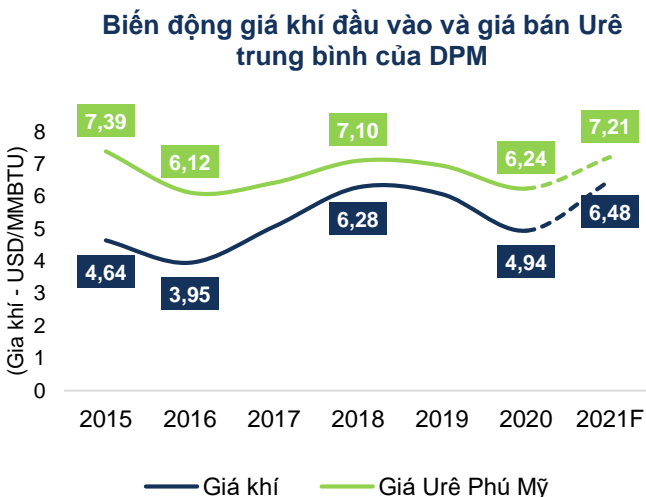
Theo EIA, giá dầu thô Brent trung bình năm 2021 được dự báo tăng lên mức 60,7 USD/thùng (+45,5% yoy). Giá dầu FO trung bình dự kiến đạt 343 USD/tấn (+37,7% yoy). Vì vậy, giá khí nguyên liệu đầu vào mảng phân Urê cũng được dự báo tăng tương ứng do được neo theo giá dầu FO thế giới, mức tăng khá cao so với giá phân Urê đầu ra.

### Giá khí quy đổi tăng nhanh hơn giá phân Urê, biên lợi nhuận gộp của DPM 2021 dự kiến giảm nhẹ

Với dự phóng giá dầu FO ở mức 343 USD/tấn (+37,7% yoy), giá khí quy đổi dự kiến tăng mạnh. Hiện tại, DPM và PVGAS vẫn chưa ký lại hợp đồng mua bán khí mới cho năm 2021. Theo đó, giá khí đầu vào của DPM vẫn được neo theo cơ chế giá và cước phí tại hợp đồng năm 2020. *(Chi tiết [Phụ lục 02 - Hợp đồng mua bán khí 2020](#))*

Với trữ lượng các mỏ khí giá rẻ tại bể Cửu Long như Bạch Hổ, Rồng Đồi Mồi suy giảm, PVGAS đang tăng dần tỷ trọng cung cấp khí tại các mỏ khác của bể Cửu Long và bể Nam Côn Sơn. Điều này có thể làm tăng phần cước phí cố định trong giá khí bán cho DPM. Theo thông tin từ phía doanh nghiệp, cước phí vận chuyển và phân phối khí cho DPM đã tăng lên 1,9 USD/MMBTU từ quý 4/2020 (+23,3% qoq) và dự kiến tăng lên ~2,0 USD/MMBTU (+22,7% yoy) trong năm 2021. Theo dự phóng của chúng tôi, giá khí đầu vào (bao gồm cước phí vận chuyển và thuế VAT) của DPM năm 2021 dự kiến tăng mạnh lên mức 6,48 USD/MMBTU (+31,2% yoy).

*(Chi tiết [Phụ lục 03 - Giá định và kịch bản dự phóng giá khí](#))*



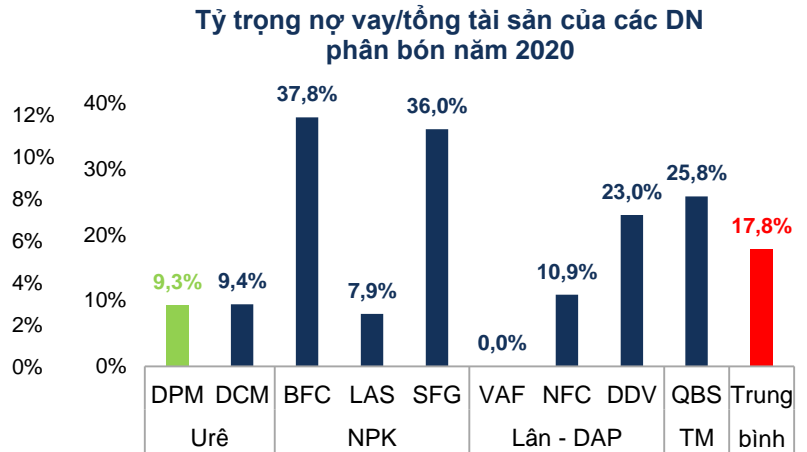
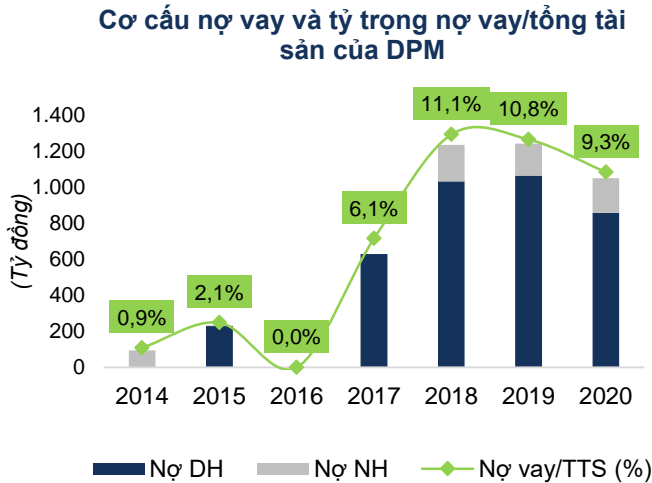
Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp và dự phóng

Với kịch bản giá bán Urê trung bình 2021 tăng ~16% yoy, biên lợi nhuận gộp của DPM dự kiến giảm nhẹ về mức 21,1% cho cả năm 2021. Tuy biến động cùng chiều với giá khí đầu vào, diễn biến giá bán Urê đầu ra luôn có sự ổn định hơn. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp của DPM có thể bị ảnh hưởng nhiều hơn từ biến động giá khí nguyên liệu. Năm 2021 biên lợi nhuận dự kiến giảm nhẹ so với năm 2020 nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với năm 2018 và 2019 do có sự hỗ trợ từ giá phân bón đầu ra tăng mạnh.

[\(Trở lại trang 1\)](#)

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

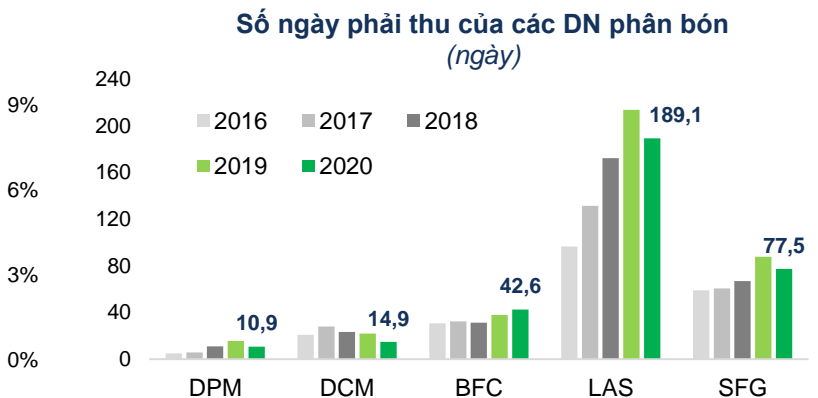
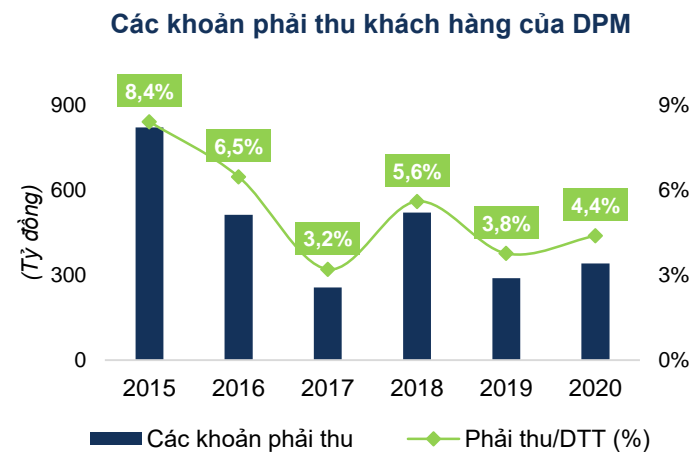
### 1. Cơ cấu tài chính lành mạnh, đòn bẩy tài chính thấp và đang giảm dần



Nguồn: DPM, BCTC các DN, FPTS tổng hợp

**DPM sử dụng đòn bẩy tài chính thuộc nhóm thấp nhất trong các doanh nghiệp phân bón niêm yết.** Toàn bộ nợ vay ngắn hạn là các khoản vay dài hạn (tài trợ cho dự án NH<sub>3</sub> - NPK) có thời hạn thanh toán dưới 12 tháng chuyển sang. Hiện tại, DPM đang tích cực trả nợ vay và không phát sinh khoản vay mới, tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản chỉ còn 9,3% tại thời điểm cuối năm 2020, thấp hơn nhiều so với trung bình các doanh nghiệp phân bón niêm yết (tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản trung bình ~17,8%).

### 2. Khả năng bị chiếm dụng vốn thấp, rủi ro đến từ các khoản đầu tư vào công ty liên kết



Nguồn: BCTC các DN, FPTS tổng hợp

**So với các doanh nghiệp phân bón trong ngành, DPM có số ngày phải thu thấp nhất và cải thiện trong năm 2020.** Số ngày phải thu của DPM vào khoảng 10,9 ngày (tương ứng vòng quay khoản phải thu đạt 33,5 vòng/năm) giảm so với mức 15,7 ngày năm 2019. Năm 2020, thị trường Urê trong nước có nhiều thuận lợi do Urê nội địa có lợi thế cạnh tranh cao hơn hàng nhập khẩu. Số ngày phải thu của DPM cải thiện nhẹ, cho thấy chất lượng doanh thu tốt và sức mạnh mặc cả với khách hàng của DPM ở mức cao.

**Rủi ro mất vốn đối với các khoản đầu tư vào công ty liên kết vẫn còn hiện hữu.** Ngoài rủi ro đối với các khoản phải thu từ công ty liên kết, DPM vẫn tiềm ẩn rủi ro mất vốn đầu tư vào CTCP Hóa dầu và Xơ sợi Việt Nam (VNPOLY). Ngày 03/04/2020, tại phiên họp lần thứ 9 Ban chỉ đạo xử lý các dự án yếu kém, VNPOLY được xếp vào diện dự án bị dừng sản xuất kinh doanh và đang được vận hành trở lại. Năm 2020, VNPOLY đã sản xuất và gia công 3.927 tấn sợi DTY, đạt 72% kế hoạch, tổng doanh thu đạt 83,75 tỷ đồng, +25% so với kế hoạch. Tuy nhiên do công nợ của các nhà cung cấp từ những năm trước còn tồn đọng nhiều nên tình hình tài chính của VNPOLY vẫn đang trong tình trạng khó khăn. Trong trường hợp xấu nhất, VNPOLY không thể tiếp tục hoạt động và phá sản thì DPM có khả năng mất toàn bộ phần vốn, khoản phải thu từ VNPOLY (hầu hết đã trích lập dự phòng) và phải chịu trách nhiệm với các khoản nợ tương ứng tỷ lệ góp vốn 25,99% là ~1.200 – 2.000 tỷ đồng. ([Trở lại trang 1](#))

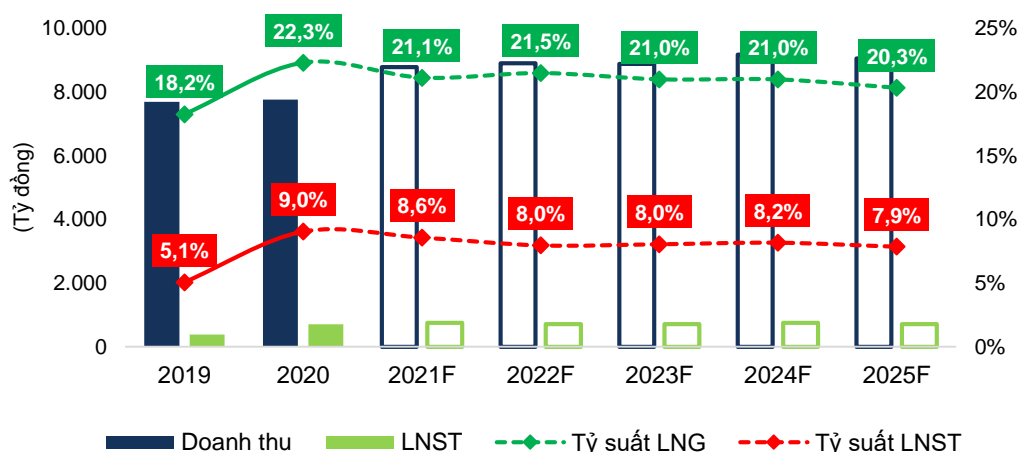
## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi cập nhật dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DPM giai đoạn 2021F – 2025F như sau:

Chỉ tiêu	Cập nhật T03/2021	Cập nhật T05/2020	Diễn giải
<b>Mảng Urê</b>			
Tăng trưởng lượng tiêu thụ	+0,2%/năm	+0,7%/năm	Năm 2020, nhà máy Urê hoạt động vượt CSTK sau kỳ bảo dưỡng và các vấn đề của dây chuyền NH <sub>3</sub> mới nâng cấp được xử lý. Dự phóng đến năm 2025, lượng tiêu thụ phân Urê đạt ổn định ở mức 810 nghìn tấn (~101,3% CSTK), đã tính đến sản lượng giảm vào các kỳ bảo dưỡng dài ngày.
Giá phân Urê	+2,9%/năm	+0,5%/năm	Chúng tôi điều chỉnh tăng kỳ vọng giá Urê Phú Mỹ từ +0,5%/năm lên +2,9%/năm từ 2021 – 2025 do có sự hỗ trợ của nhu cầu phân bón và giá khí nguyên liệu đầu vào dự báo hồi phục nhanh.
<b>Mảng NPK</b>			
Tăng trưởng lượng tiêu thụ	+12,3%/năm	+7,8%/năm	Do sự hồi phục mạnh mẽ của nhu cầu và lợi thế cạnh tranh của sản phẩm NPK Phú Mỹ, chúng tôi kỳ vọng khả năng tiêu thụ NPK của DPM đạt +12,3%/năm trong giai đoạn 2021 – 2025.
Giá phân NPK	+0,5%/năm	+0,5%/năm	Chúng tôi dự phóng giá NPK Phú Mỹ bán ra tăng 0,5%/năm do giá khí nguyên liệu hồi phục và DPM có khả năng chuyển một phần rủi ro này cho khách hàng.
<b>Mảng hóa chất</b>			
Tăng trưởng lượng tiêu thụ	NH <sub>3</sub> : +1,3%/năm UFC85: -1,1%/năm	NH <sub>3</sub> : +2,0%/năm UFC85: +0,6%/năm	Sau khi vận hành dây chuyền NH <sub>3</sub> mở rộng, công suất dư thừa sau khi sử dụng cho 2 nhà máy là ~70 nghìn tấn. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hóa chất này tăng trưởng +1,3%/năm từ 2021 – 2025. Đối với hóa chất UFC85, nhu cầu trong nước ổn định do phụ thuộc vào sản xuất của các nhà máy Urê trong nước.
Giá hóa chất	NH <sub>3</sub> : 6,2 – 7 trđ/tấn UFC: 13,5 – 14 trđ/tấn	NH <sub>3</sub> : 6,2 – 6,5 trđ/tấn UFC: 13,2 – 13,5 trđ/tấn	Chúng tôi tăng giả định giá bán hóa chất ở mức 6,2 - 7 triệu đồng/tấn đối với NH <sub>3</sub> và từ 13,5 – 14 triệu đồng/tấn đối với sản phẩm UFC85 do giá nguyên liệu đầu vào đang hồi phục nhanh.

Từ những cập nhật giả định và dự phóng các mảng sản phẩm như trên, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của DPM giai đoạn 2021F – 2025F như sau:

**Dự phóng kết quả kinh doanh của DPM 2021F - 2025F**





**TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**
[\(Trở lại Trang 1\)](#)

Chúng tôi cập nhật định giá cổ phiếu DPM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Mức giá mục tiêu được xác định là **22.300 VND/cp**, cao hơn 15,2% so với giá đóng cửa ngày 15/04/2021. Với kỳ vọng tích cực từ yếu tố ngành phân bón nội địa và thế giới, nhu cầu hồi phục, giá Urê tăng mạnh trong năm 2021, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DPM ở thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	21.460	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	23.153	50%
<b>Bình quân giá các phương pháp (VND/cp)</b>		<b>22.300</b>	

Mức giá mục tiêu DPM cập nhật cao hơn 43% so với kết quả cập nhật định giá T05/2020 ([Chi tiết](#)). Mức định giá cập nhật cao hơn là do kỳ vọng giá phân bón tăng mạnh và các thay đổi về giả định của mô hình định giá so với báo cáo cập nhật định giá T05/2020.

**CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN**

Giả định mô hình	Cập nhật T05/2020	Cập nhật T03/2021	Giả định mô hình	Cập nhật T05/2020	Cập nhật T03/2021
WACC 2021	12,6%	13,2%	Phần bù rủi ro	8,5%	9,3%
Chi phí sử dụng nợ	11,3%	9,9%	Hệ số Beta	1,01	1,0
Chi phí sử dụng VCSH	13,0%	13,7%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,6%	3,6%	Thời gian dự phóng	7 năm	6 năm

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP**

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	13,2%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1,0%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VND)	9.918.853
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu VND)	2.116
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VND)	858.923
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VND)</b>	<b>9.062.046</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	391,4
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>23.153</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VND)	8.399.466
<b>Giá mục tiêu (VND/cp)</b>	<b>21.460</b>

**LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ**

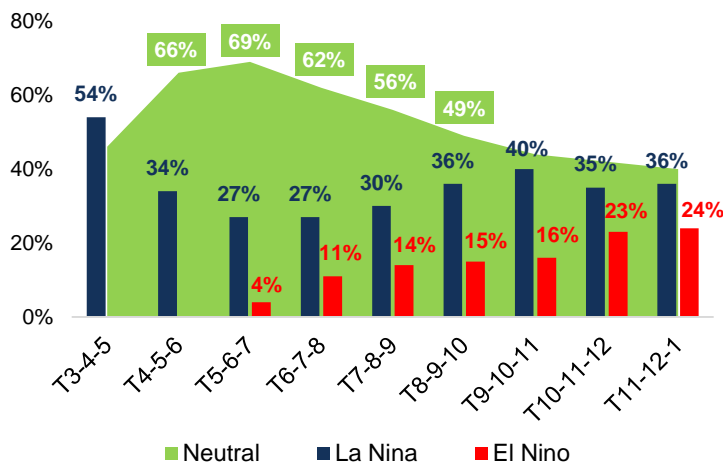
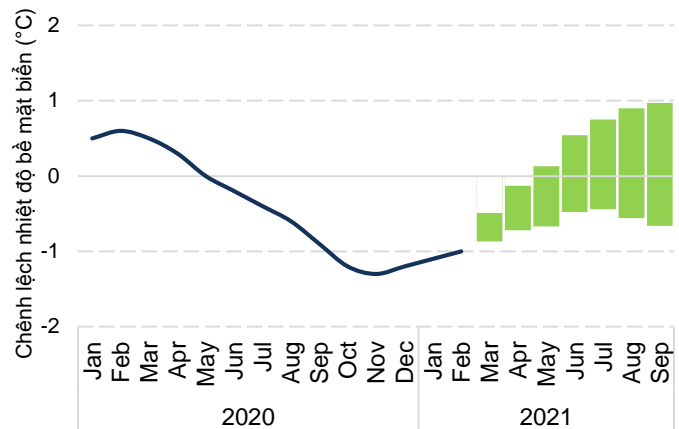
Khuyến nghị	Thời gian	Chi tiết báo cáo
<b>MUA</b>	Tháng 12/2019	<a href="#">Xem thêm</a>
<b>THEO DÕI</b>	Tháng 05/2020	<a href="#">Xem thêm</a>

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG**

HĐKD	2020	2021F	2022F	2023F	CĐKT	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.761.819</b>	<b>8.771.632</b>	<b>8.898.188</b>	<b>8.881.539</b>	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	6.032.015	6.919.906	6.987.790	7.018.230	+ Tiền, tương đương tiền	2.029.199	1.923.542	2.367.994	2.810.610
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.729.804</b>	<b>1.851.726</b>	<b>1.910.399</b>	<b>1.863.309</b>	+ Đầu tư TC ngắn hạn	2.185.000	2.185.000	2.185.000	2.185.000
- Chi phí bán hàng	654.617	657.391	663.840	631.641	+ Các khoản phải thu	340.731	386.430	407.358	422.889
- Chi phí quản lí DN	409.072	449.794	454.206	449.167	+ Hàng tồn kho	1.468.360	1.617.032	1.649.902	1.661.541
Lợi nhuận thuần HĐKD	666.115	744.540	792.352	782.502	+ Ts ngắn hạn khác	290.873	326.315	330.633	330.065
- (Lỗ)/lãi HĐTC	84.789	52.403	70.288	88.208	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.314.163</b>	<b>6.438.319</b>	<b>6.940.887</b>	<b>7.410.105</b>
- Lợi nhuận khác	94.550	120.000	1.024	1.024	+ Nguyên giá TS CĐHH	11.646.460	12.041.976	12.041.976	12.041.976
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	845.453	916.943	863.664	871.733	+ Khấu hao lũy kế	(8.207.589)	(8.771.811)	(9.331.823)	(9.866.151)
- Chi phí lãi vay	88.463	94.482	77.303	60.125	+ GT còn lại TS CĐHH	3.438.871	3.270.164	2.710.153	2.175.825
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>847.891</b>	<b>916.943</b>	<b>863.664</b>	<b>871.733</b>	+ Đầu tư tài chính DH	44.246	44.246	44.246	44.246
- Thuế TNDN	146.271	165.050	155.459	156.912	+ Tài sản dài hạn khác	284.757	252.110	252.110	252.110
<b>LNST</b>	<b>701.620</b>	<b>751.894</b>	<b>708.204</b>	<b>714.821</b>	+ Xây dựng cơ bản DD	153.441	90.662	90.662	90.662
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.312	11.051	20.319	20.509	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>4.985.778</b>	<b>4.696.493</b>	<b>4.111.328</b>	<b>3.551.847</b>
LNST của cổ đông CT Mẹ	691.308	740.843	687.886	694.313	<b>Tổng tài sản</b>	<b>11.299.941</b>	<b>11.134.811</b>	<b>11.052.215</b>	<b>10.961.952</b>
EPS (đ)	1.535	1.590	1.476	1.490	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	+ Phải trả người bán	452.877	511.796	506.991	493.876
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,3%	21,1%	21,5%	21,0%	+ Vay và nợ ngắn hạn	190.872	-	-	-
Tỷ suất LNST	9,0%	8,6%	8,0%	9,0%	+ Quỹ khen thưởng	77.699	196.234	306.296	417.386
ROE DuPont	8,4%	9,0%	8,3%	8,4%	Nợ ngắn hạn	<b>2.026.034</b>	<b>1.814.645</b>	<b>1.911.878</b>	<b>1.995.855</b>
ROA DuPont	6,1%	6,6%	6,2%	6,3%	+ Vay và nợ dài hạn	858.923	858.923	668.051	477.179
Tỷ suất EBIT/doanh thu	10,9%	10,5%	9,7%	9,8%	<b>Nợ dài hạn</b>	<b>1.026.408</b>	<b>1.026.408</b>	<b>835.536</b>	<b>644.664</b>
LNST/LNTT	81,5%	80,8%	79,6%	79,6%	<b>Tổng nợ</b>	<b>3.052.442</b>	<b>2.841.053</b>	<b>2.747.414</b>	<b>2.640.520</b>
LNTT/EBIT	100,3%	100,0%	100,0%	100,0%	+ Vốn điều lệ	3.914.000	3.914.000	3.914.000	3.914.000
Vòng quay tổng tài sản	68,3%	78,2%	80,2%	80,7%	+ LN chưa phân phối	654.777	689.985	680.709	676.832
Đòn bẩy tài chính	138,6%	135,6%	133,7%	132,4%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.084.700</b>	<b>8.119.908</b>	<b>8.110.632</b>	<b>8.106.755</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	Lợi ích cổ đông thiểu số	162.799	173.850	194.169	214.677
Số ngày phải thu	10,87	10,87	11,17	11,47	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>11.299.941</b>	<b>11.134.811</b>	<b>11.052.215</b>	<b>10.961.952</b>
Số ngày tồn kho	86,68	86,68	86,98	87,28	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Số ngày phải trả	21,30	21,30	21,00	20,70	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>2.976.952</b>	<b>2.029.199</b>	<b>1.923.542</b>	<b>2.367.994</b>
Thời gian luân chuyển tiền	76,25	76,25	77,15	78,05	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>847.891</b>	<b>740.843</b>	<b>687.886</b>	<b>694.313</b>
COGS / Hàng tồn kho	4,11	4,28	4,24	4,22	+ Khấu hao	549.648	589.376	585.165	559.481
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	+ Điều chỉnh	(465.588)	8.255	16.001	21.077
CS thanh toán hiện hành	3,12	3,55	3,61	3,68	+ Thay đổi vốn lưu động	(339.115)	(333.421)	(66.628)	(54.282)
CS thanh toán nhanh	2,39	2,66	2,75	2,85	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>787.273</b>	<b>1.005.052</b>	<b>1.222.423</b>	<b>1.220.589</b>
CS thanh toán tiền mặt	2,08	2,26	2,37	2,48	+ Thanh lý TSCĐ	-	-	-	-
Nợ / Tài sản	0,09	0,08	0,06	0,04	+ Chi mua sắm TSCĐ	(81.740)	(332.737)	-	-
Nợ / Vốn CSH	0,13	0,11	0,08	0,06	<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>(1.065.998)</b>	<b>(332.737)</b>	-	-
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,02	0,00	0,00	0,00	+ Cổ tức đã trả	(479.315)	(587.100)	(587.100)	(587.100)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,11	0,11	0,08	0,06	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(190.872)	-	-
Khả năng TT lãi vay	9,56	9,71	11,17	14,50	+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	(190.872)	(190.872)
					<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>(669.045)</b>	<b>(777.972)</b>	<b>(777.972)</b>	<b>(777.972)</b>
					<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>(947.769)</b>	<b>(105.657)</b>	<b>444.452</b>	<b>442.617</b>
					<b>Tiền cuối năm</b>	<b>2.029.199</b>	<b>1.923.542</b>	<b>2.367.994</b>	<b>2.810.610</b>

**PHỤ LỤC**
**PHỤ LỤC 1 – Cập nhật dự báo thời tiết khu vực NINO 3.4**
[\(Trở lại mục chính\)](#)

Hiện tượng ENSO tại khu vực trung tâm Thái Bình Dương hiện vẫn đang trong trạng thái La Nina. Chênh lệch nhiệt độ bề mặt biển T2/2021 ở mức -1,0°C (tăng 0,3°C so với trung bình T11/2020). Theo dự báo của Tổ chức khí tượng thế giới - khu vực Châu Á (WMO), trạng thái La Nina đang chuyển dần về trạng thái trung bình trong tháng 4-5. Chênh lệch nhiệt độ bề mặt biển dự kiến duy trì trong khoảng từ -0,9°C đến +0,5°C trong nửa đầu năm 2021. Trạng thái trung tính được dự báo xuất hiện với xác suất từ 66% - 70% và có khả năng kéo dài đến T8-9-10/2021.

**Dự báo xác suất xảy ra trạng thái trung tính  
~66% - 70% trong quý 2/2021**

**Cường độ La Nina dự báo yếu dần  
trong quý 2/2021**


Nguồn: Viện Nghiên cứu quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI/CPC), Tổ chức khí tượng thế giới - khu vực Châu Á (WMO), FPTS Tổng hợp

Như vậy, trạng thái La Nina duy trì trong mùa khô năm 2021 gây mưa nhiều hơn, làm giảm tác động của hạn hán tại miền Trung, Tây Nguyên và hạn mặn tại khu vực Nam Bộ so với năm 2020. Dự báo trạng thái trung tính xuất hiện kỳ vọng mang lại thời tiết thuận lợi cho hầu hết các khu vực canh tác nông nghiệp trên cả nước. Diện tích canh tác các loại cây trồng chính được kỳ vọng gia tăng so với cùng kỳ năm 2020 khi hiện tượng El Nino gây ra hạn hán và xâm nhập mặn nghiêm trọng trong niên vụ 2019/20.

**PHỤ LỤC 2 – Hợp đồng mua bán khí giữa DPM và PVGAS năm 2020**
[\(Trở lại mục chính\)](#)

**Giá khí hợp đồng 2020 vẫn được quy định với công thức neo theo giá dầu FO thế giới.** Phần cước phí vận chuyển và phân phối khí được tính riêng cho từng nguồn khí từ bể Cửu Long và Nam Côn Sơn, như sau:

Đối với nguồn khí từ bể Cửu Long:  $P = 46\% \text{ MFO} + T_{CL}$

Đối với nguồn khí từ bể Nam Côn Sơn:  $P = 46\% \text{ MFO}^* + T_{NCS1} + D_P$

Trong đó:

- **P:** Giá khí hợp đồng, chưa bao gồm VAT (VND/MMBTU, quy đổi USD theo tỷ giá bán ra của Vietcombank);
- **46% MFO:** Giá khí quy đổi theo giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore (USD/MMBTU);

\* Riêng nguồn khí từ bể Nam Côn Sơn, trong trường hợp thành phần 46% MFO trong tháng thấp hơn giá khí tại mỏ Lô 06.1 thì giá khí tại mỏ này được quy định là giá sàn quy đổi. Theo ước tính của DPM, giá khí trung bình tại mỏ Lô 06.1 dự báo khoảng 3,0 USD/MMBTU năm 2020.

- **T<sub>CL</sub>:** Cước phí vận chuyển và phân phối khí Bể Cửu Long (USD/MMBTU);
- **T<sub>NCS1</sub>:** Cước phí vận chuyển khí Bể Nam Côn Sơn (USD/MMBTU);
- **D<sub>P</sub>:** Cước phí phân phối khí tại trạm phân phối khí Phú Mỹ.

**Bảng 3 - Cước phí vận chuyển và phân phối khí cho DPM năm 2020**

(Đơn vị: USD/MMBTU; chưa bao gồm VAT)	<b>Bể Cửu Long (86%)</b>		<b>Bể Nam Côn Sơn (14%)</b>	
	Mỏ Bạch Hổ, Rồng Đồi Mỗi (65%)	Nguồn khí khác (21%)	Từ 01/01/2020 - 31/03/2020	Từ 01/04/2020 - 31/12/2020
Cước phí vận chuyển khí	T <sub>CL</sub> = 1,02	T <sub>CL</sub> = 3,22	T <sub>NCS1</sub> = 1,263055	T <sub>NCS1</sub> = 1,288316
Cước phí phân phối khí			D <sub>p</sub> = 0,15	

Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp

**PHỤ LỤC 3 – Các giả định và kịch bản giá khí đầu vào của DPM giai đoạn 2021F – 2025F** [\(Trở lại mục chính\)](#)

Với công thức giá khí theo hợp đồng năm 2020 và ước tính cước phí vận chuyển theo tỷ trọng nguồn khí, chúng tôi đưa ra kịch bản dự phóng giá khí kỳ vọng giai đoạn 2021F – 2025F theo các giả định sau:

- Giá dầu thô Brent và WTI trung bình năm 2021 lần lượt ở mức 60,7 và 57,2 USD/thùng theo EIA.
- Từ năm 2021, giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu WTI thế giới được dự báo bởi World Bank và EIA, tuy nhiên mức độ hồi phục của giá dầu FO kỳ vọng không cao bằng dầu WTI.
- Phí vận chuyển và phân phối khí trung bình năm 2021 là 2,0 USD/MMBTU, các năm tiếp theo dự báo tăng do tỷ trọng các nguồn khí giá rẻ giảm dần.

**Bảng 4 - Kịch bản dự phóng giá khí đầu vào của DPM giai đoạn 2021F - 2025F**

Dự phóng cơ sở	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Giá dầu WTI (USD/thùng)	65,10	57,02	39,17	57,2	54,8	57,0	59,6	62,1
Giá dầu FO (USD/tấn)	414,2	362,1	249,3	343,2	320,0	326,8	334,4	341,6
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	4,69	4,11	2,86	3,89	3,63	3,70	3,79	3,87
Phí vận chuyển (USD/MMBTU)	0,98	1,4	1,63	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2
<i>Biến động cước phí vc (% yoy)</i>	<b>+2,1%</b>	<b>+42,9%</b>	<b>+16,4%</b>	<b>+22,7%</b>	<b>+5,0%</b>	<b>+0,0%</b>	<b>+4,8%</b>	<b>+0,0%</b>
Giá khí (đã bao gồm VAT)	6,24	6,07	4,94	6,48	6,30	6,38	6,59	6,68
<i>Biến động giá khí (% yoy)</i>	<b>+24,0%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-18,6%</b>	<b>+31,2%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>+1,3%</b>	<b>+3,2%</b>	<b>+1,4%</b>

Nguồn: EIA, World Bank, FPTS dự phóng

**Chúng tôi điều chỉnh tăng mức dự phóng giá khí năm 2021 lên mức 6,48 USD/MMBTU (+31,2% yoy) do giá dầu kỳ vọng hồi phục mạnh.** Với giá khí đầu vào (đã có VAT) là 6,48 USD/MMBTU (+31,2% yoy), biên lợi nhuận gộp của DPM năm 2021 kỳ vọng giảm nhẹ so với năm 2020 do có sự hỗ trợ của giá phân Urê đầu ra.

## **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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 109 cổ phiếu DPM và chuyên viên phân tích không nắm giữ 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 <http://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**

Số 52 - Đường Lạc Long Quân, P Bưởi  
Quận Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 37739058

**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,  
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.28) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận  
Hải Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.236) 3553888