

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

ĐÁNH GIÁ

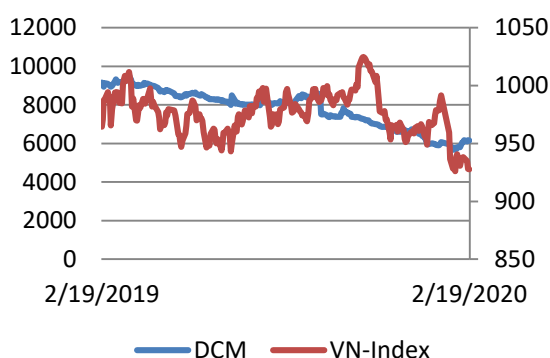
THEO DÕI

Giá mục tiêu	14.024
Giá hiện tại	12.000

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	19.872/11.050
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4.696
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	391.400
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	6.145.890
Sở hữu trong nước (%)	81,44
Sở hữu nước ngoài (%)	18,56
Room nước ngoài (%)	30,44

Diễn biến giá cổ phiếu



Cơ cấu cổ đông

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

HƯỞNG LỢI NGẮN HẠN TỪ GIÁ ĐẦU VÀO GIẢM

Hoạt động nhà máy trở lại 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, dẫn tới lợi nhuận giảm 46% so với 2018. Tuy nhiên trong 2020, nhà máy sẽ hoạt động trở lại với công suất như các năm trước đó là 800.000 tấn/năm, dự kiến doanh thu sẽ phục hồi và tăng trưởng mạnh so với 2019.

Nhu cầu tiêu thụ suy giảm do ảnh hưởng xâm nhập mặn

Trong năm 2019, nông nghiệp đã suy giảm nặng nề do hiện tượng El Nino gây mất mùa liên tiếp, tình trạng hạn hán, khô hạn kéo dài kèm theo xâm nhập mặn. Sang 2020, ngành nông nghiệp sẽ tiếp tục gặp thách thức hơn các năm trước khi đã chịu tác động ngay từ đầu năm từ thời tiết diễn biến bất thường mưa đá, mưa rào tại các địa phương phía Bắc; hạn hán, xâm nhập mặn xuất hiện sớm và lấn sâu ở phía Nam, có nguy cơ đạt mức kỉ lục, gây cản trở lớn cho sự tăng trưởng của ngành phân bón nói chung và Đạm Phú Mỹ nói riêng.

Hưởng lợi trong ngắn hạn nhờ biến động giá dầu giảm

Với chi phí giá khí đầu vào của DPM phụ thuộc vào biến động giá dầu thế giới, thì tới 2020, DN sẽ hưởng lợi ngắn hạn từ động thái sụt giảm giá dầu tới 40% ngay từ tháng 3/2020, dự kiến duy trì ở mức trung bình năm là 35-40 USD/thùng.

Theo công thức tính giá khí: 46% giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore + giá vận chuyển khí (tariff), DPM sẽ tiết kiệm đáng kể so với 2019. Với phí nguyên liệu chiếm 65-70% giá vốn hàng bán theo ước tính, dự phóng biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 18,2% lên 20,9%.

Kỳ vọng chính sách giá khí mới

Trong năm 2020, Đạm Phú Mỹ sẽ đàm phán để chính thức có chính sách giá khí mới, kỳ vọng công thức tính mới sẽ làm giảm chi phí đầu vào của doanh nghiệp trong thời gian tới thay vì chính sách neo theo giá dầu có biến động khó lường như hiện nay.

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực để xác định giá trị.

Multiple (P/E)

14.024

Tổng quan doanh nghiệp

Thành lập công ty từ năm 2004, trực thuộc tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam đã vận hành và đưa sản phẩm phân ure thương hiệu Đạm Phú Mỹ ra thị trường và được công nhận là Thương hiệu quốc gia 2014. Công ty tập trung vào các sản phẩm phân ure, NPK, NH₃,... và các hoá chất khác.

Mỗi năm công ty vận hành Nhà máy Đạm Phú Mỹ với trung bình công suất 800.000 tấn/năm và luôn duy trì là doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh phân bón số 1 trong nước, trong top 10 Châu Á về ngành phân bón hoá chất.

Tình hình tài chính

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2019

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Khoản mục (tỷ đồng)	2018	2019	%yoy
Doanh thu thuần	9.297	7.684	-17%
Giá vốn hàng bán	7.398	6.281	-15%
Lợi nhuận gộp	1.899	1.402	-26%
Doanh thu hoạt động tài chính	123,7	140,0	13%
Chi phí tài chính	73,8	107,6	46%
Chi phí bán hàng	612,3	554,8	-9%
Chi phí QLDN	485,7	415,3	-14%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	854,2	466,1	-45%
Lợi nhuận khác	16,4	1,0	-94%
LNTT	870,6	467,1	-46%
LNST	712,5	388,9	-45%

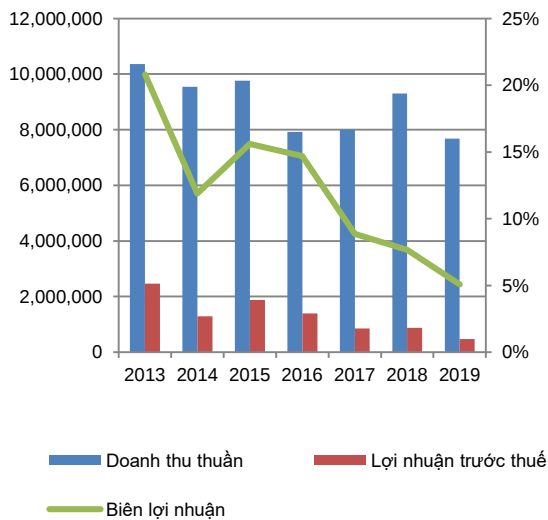
Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

Năm 2019 là một năm ảm đạm với ngành phân bón khi các doanh nghiệp đều có hoạt động kém hiệu quả. Dù vậy, DPM vẫn giữ vị thế là doanh nghiệp có doanh thu và lợi nhuận cao nhất trong ngành.

Doanh thu thuần của DPM đạt 7.684 tỷ đồng (-18%yoy), đạt 89% kế hoạch năm. Chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế đạt 467,1 tỷ đồng (-46%yoy), đạt 228% của kế hoạch ban đầu là 205 tỷ đồng.

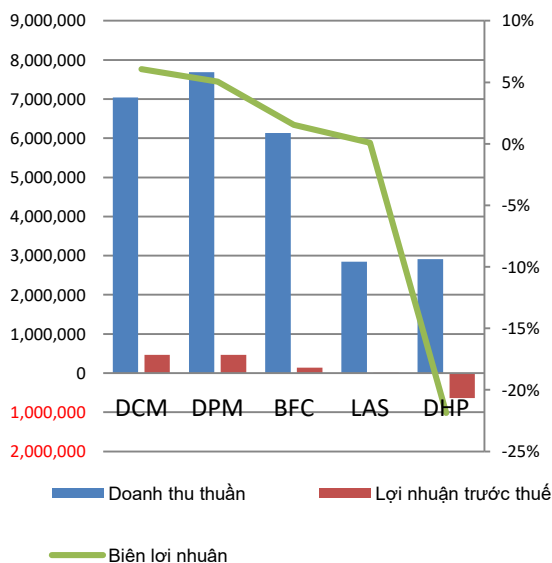
Doanh thu năm 2019 sụt giảm là do: (1) Ngành nông nghiệp phát triển chậm, biến động khó lường vì chịu ảnh hưởng bởi hiện tượng El Nino, tình trạng mất mùa, hạn hán, ngập mặn kéo dài. Công ty chịu ảnh hưởng cạnh tranh lớn từ các mặt hàng nhập khẩu khi phân bón tại Việt Nam lại được phân loại là hàng hóa không chịu thuế, dẫn đến không được khấu trừ mà phải đưa vào giá vốn hàng bán. Theo đó, giá thành sản phẩm phân bón tăng hơn 5% gây khó khăn

Kết quả kinh doanh DPM 2013-2019

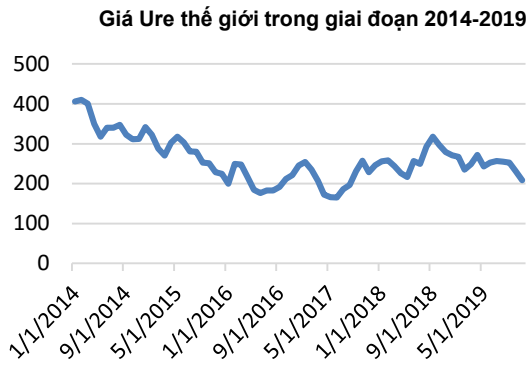


Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

So sánh với các DN cùng ngành năm 2019



Nguồn: DCM, DPM, BFC, LAS, DHP, PSI tổng hợp



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

khi cạnh tranh với các mặt hàng nhập khẩu (2) Giá phân Ure- mặt hàng chủ lực của DCM giữ ở mức thấp, Giá ure thế giới bình quân 10 tháng đầu năm 2019 khoảng 261 USD/tấn, giảm 7% so với cùng kỳ năm 2018, đặc biệt từ quý III/2019 giá ure thế giới giảm sâu (giảm 20%) so với đầu năm 2019 tác động rất lớn đến giá bán trong nước. (3) Nhà máy Đạm Phú Mỹ phải bảo dưỡng dài ngày, kéo dài hơn dự kiến (72 ngày trong nửa đầu năm), còn nhà máy NPK mới đi vào hoạt động chưa ổn định nên sản lượng và chất lượng sản phẩm chưa đạt kỳ vọng.

Tuy nhiên, lợi nhuận vẫn vượt KH trong tình hình ngành phân bón khá khó khăn là do giá khí đầu vào giảm từ Quý IV (tương đương giảm 2% giá khí cả năm so với KH). Nhờ vậy giá vốn hàng bán giảm đáng kể so với 2019 (-15%yoy).

Ngoài ra, việc tăng thời gian khấu hao nhà máy sản xuất NPK từ 10 năm lên 15 năm dẫn tới giảm chi phí so với khấu hao theo thời gian cũ. Riêng trong 6 tháng đầu năm 2019, DPM đã giảm được khoảng 36 tỷ đồng nhờ tăng thời gian khấu hao.

Chi phí tài chính tăng vọt 107,6 tỷ đồng do chi phí lãi vay tăng lên 106,9 tỷ đồng. Dù vậy trong 2019, DN đã thành công tiết kiệm các chi phí bán hàng và chi phí QLDN giúp bù đắp sự thâm hụt về doanh thu.

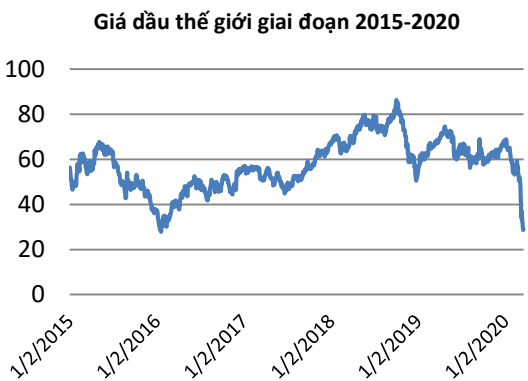
Đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh trong năm 2020

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 8.439 tỷ đồng, tăng 9.8% so với 2019, lợi nhuận trước thuế đạt 873 tỷ đồng, trên cơ sở như sau:

(1) Doanh thu dự phóng phục hồi nhờ sang năm 2020, doanh nghiệp sẽ quay lại duy trì nhà máy vận hành an toàn, duy trì công suất sản xuất ure 800.000 tấn/ năm và rút ngắn thời gian bảo dưỡng nhà máy NPK so với 2019.

(2) Khoản lợi nhuận đột biến có thể được ghi nhận trong 2020 từ khoản bảo hiểm do kéo dài thời gian sửa chữa của doanh nghiệp năm 2019. Ngoài ra, DPM có thể ghi nhận khoản hồi tố tariff do chênh lệch ghi nhận và hợp đồng với PVN là 1,4USD/BTU và 1,0USD/BTU. Dự kiến 2 khoản này sẽ làm tăng phần lợi nhuận doanh nghiệp trong năm nay.

(3) Theo quy định của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) về giới hạn nồng độ lưu huỳnh trong nhiên liệu từ ngày 01/01/2020, ngành hàng hải sẽ phải giữ mức lưu huỳnh dưới 0,5% thay vì 3,5% như trước kia, khiến giá HSFO giảm trong thời gian tới. Cùng với đó, dưới tác động giảm mạnh của giá dầu thô thế giới trong 2020 dự kiến duy trì ở mức trung bình 35-40 USD/thùng, doanh nghiệp sẽ hưởng lợi đáng kể từ việc giảm chi phí giá khí. Hiện nay chi phí nguyên liệu chiếm 65-70% giá vốn, trong trường hợp giá dầu giảm 40% trong



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

năm 2020 thì ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên 20,9%.

(4) 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.

(5) Chính sách giá khí mới sẽ được công bố chính thức trong 2020 sẽ hợp lý hơn và giúp giảm chi phí giá vốn đang bị chi phối mạnh bởi giá dầu hiện nay.

Định giá doanh nghiệp

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.

Phương pháp P/E: Chúng tôi so sánh P/E các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, lấy EPS dự phóng của DPM năm 2020 là 1,849 đồng/cp. Giá mục tiêu theo phương pháp này là **14.024 đồng/cp**.

Mã	Tên doanh nghiệp	P/E
INST IN Equity	INSECTICIDES INDIA LTD	12.91
LOTCHER PA Equity	LOTTE CHEMICAL PAKISTAN LTD	7.99
015890 KS Equity	TAE KYUNG INDUSTRIAL CO LTD	9.04
EXL IN Equity	EXCEL INDUSTRIES LTD	12.16
AGII IJ Equity	ANEKA GAS INDUSTRI TBK PT	3.96
101160 KS Equity	WORLDEX INDUSTRY & TRADING C	7.34
NFL IN Equity	NATIONAL FERTILIZERS LTD	6.15
001390 KS Equity	KG CHEMICAL CORP	5.02
6509 TT Equity	TAIWAN HOPAX CHEMS MFG CO LT	11.09
Trung bình		7.58

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.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
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

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 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong,
Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-511) 389 9338
Fax: (84-511) 389 9339

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH**Đào Hồng Dương**

Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: duongdh@psi.vn

Nguyễn Văn Chính

Phó Phòng Phòng PTCS & SP

Email: chinhnv@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích

Email: Ducnh@psi.vn

Lê Đức Khánh

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: khanhld@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó phòng PTDN

Email: thanhdt@psi.vn

Bùi Thị Thu Thủy

Chuyên viên phân tích

Email: Thuybtt@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông

Email: gianglth@psi.vn

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên phân tích

Email: hieunm@psi.vn

Nguyễn Hoàng Minh Hương

Chuyên viên phân tích

Email: huongnhm@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.