

Ngành : Phân bón (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Khuyến nghị Theo dõi Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí (HSX: DPM)

Giá hiện tại:	16,900	Ngày viết báo cáo:	18/09/2020	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây	-	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	391	PVN	59.59%
Giá mục tiêu mới:	18,440	Vốn hóa (tỷ đồng)	6.476	Edgbaston	4.82%
Tỷ suất cổ tức	5.9%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	4,971,101	Vật tư nông nghiệp Nghệ An	3.93%
Tiềm năng tăng giá	15%	Sở hữu nước ngoài	11.42%	KWE BETEILIGUNGEN AG	1.95%

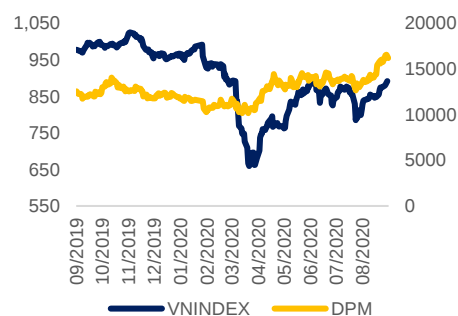
Chuyên viên phân tích ngành:

Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn

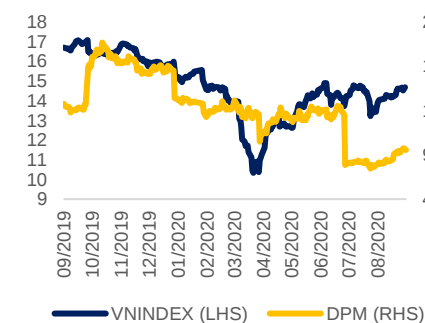
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
Giá khuyến nghị: #N/A
Giá cắt lỗ: #N/A

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Định giá

- Chúng tôi khuyến nghị **Theo Đối** mã cổ phiếu DPM với giá **18,440 VND/CP**, upside 15% so với giá ngày 18/9/2020 với phương pháp DCF và P/E, tỷ trọng lần lượt là 50% - 50%.

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2020 của DPM lần lượt ước đạt 8,104 tỷ đồng (+5.5% YoY) và 809 tỷ đồng (+114.1% YoY). EPS FW 2020 = 2,066 đồng. PE FW 2020 = 8.2 lần.
- BSC dự báo KQKD 2021 với doanh thu đạt 8,663 tỷ đồng (+6.9% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 603 tỷ đồng (-25.4% YoY). EPS FW 2020 = 1,542 đồng. PE FW 2020 = 10.96 lần.

Quan điểm đầu tư

- Duy trì vị thế đầu ngành phân đạm và kì vọng mảng NPK được hòa vốn vào năm 2021.
- Biên lợi nhuận 2020 dự kiến cải thiện mạnh từ 18.25% lên mức 23.1% so với cùng kỳ nhờ vào giá khí đầu vào giảm 18,3%.
- Dự kiến nhận được khoản đền bù từ bảo hiểm ~200 tỷ đồng vào cuối năm 2020.
- Kỳ vọng vào khoản hoàn thuế khi luật thuế được sửa đổi vào năm 2021.

Rủi ro

- Rủi ro vận hành các nhà máy Ure và tổ hợp NH3 - NPK
- Rủi ro biến động giá NVL đầu vào
- Đối mặt với rủi ro cạnh tranh gay gắt đến từ các sản phẩm nhập khẩu

Cập nhật doanh nghiệp

- Giá khí nguyên liệu giảm sâu và nhà máy tối ưu công suất trong 1H/2020 mang lại lãi đột biến so với cùng kỳ:** Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của DPM 6T/2020 đạt lần lượt là 3,876 tỷ đồng (+10.6% YoY) và 415 tỷ đồng (+3.6 lần YoY).
- Theo ước tính của BSC, tổng sản lượng kinh doanh Urê năm 2020 vượt 13% kế hoạch đầu năm** dựa trên kỳ vọng nhu cầu phân bón được phục hồi vào cuối năm.
- DPM năm 2020 dự kiến chia cổ tức ở mức 10%/Mệnh giá bằng tiền mặt.**

	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	13.42	8.18	8.42	14.02	Doanh thu	9,297	7,684	8,104	8,663
PB (x)	0.69	0.88	0.70	2.01	Lợi nhuận gộp	1,899	1,402	1,870	1,748
PS (x)	0.66	0.82	0.70	1.85	Lợi nhuận sau thuế	700	378	809	603
ROE (%)	4.6%	9.7%	4.8%	13.6%	EPS	1.79	0.97	2.066	1.542
ROA (%)	3.3%	6.9%	3.4%	2.4%	Tăng trưởng EPS	0.7%	-46.0%	114.1%	-25.4%
EV/ EBITDA (x)	3.35	2.57	5.70	12.44	Nợ ròng/ VCSH	34.9%	40.2%	41.9%	48.0%

TỔNG QUAN NGÀNH

Ngành phân bón Việt Nam đã vào (1) giai đoạn bão hòa và (2) xu hướng chuyển dịch ngành sang phân bón NPK chất lượng cao. (1) Tốc độ tăng trưởng toàn ngành tiếp tục duy trì mức thấp (CAGR đạt mức 3% cho giai đoạn 2016-2019). (2) Xu hướng sử dụng phân bón NPK chất lượng cao được dự báo tiếp tục phát triển trong dài hạn bởi (a) Giải quyết vấn đề điều hòa dinh dưỡng đất phù hợp với từng giống cây trồng (b) Hạn chế gây ô nhiễm môi trường và tiết kiệm chi phí (c) Định hướng khuyến khích từ chính phủ.

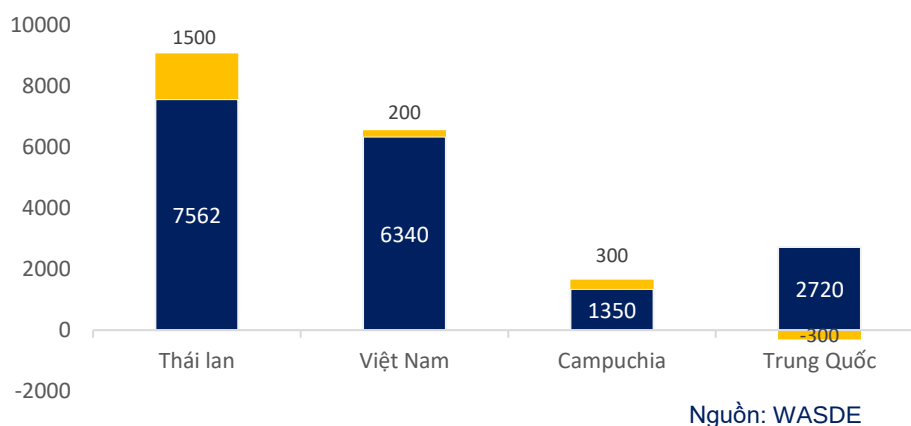
Cạnh tranh gay gắt do tình trạng dư cung trên cả thế giới và Việt Nam. Đối với Việt Nam, tình trạng nhiều nhà máy phân bón đưa vào hoạt động hoặc tăng công suất, đồng thời các chính sách ưu đãi thuế làm gia tăng lượng phân bón nhập khiến nguồn cung phân bón tăng cao. Trong khi đó, nhu cầu sụt giảm do tác động dịch bệnh và biến đổi khí hậu.

Chịu ảnh hưởng trực tiếp từ yếu tố thời tiết. Các biến động bất thường của thời tiết gồm hiện tượng El Nino gây thời tiết cực đoan (hạn hán hoặc ngập úng), bão lũ hay vấn đề nước biển dâng dẫn đến xâm ngập mặn, đều tác động tiêu cực đến hiệu quả canh tác của ngành nông nghiệp dẫn đến nhu cầu phân bón suy giảm. Thực tế cho thấy trong năm 2019, nhu cầu phân bón Urê giảm 3.9% và nhu cầu NPK giảm 8.6% so với cùng kỳ do diễn biến xấu của thời tiết gây nên.

Tuy nhiên trong dài hạn, tỉ lệ đô thị hoá tăng nhanh thu hẹp diện tích canh tác thúc đẩy nhu cầu sử dụng phân bón gia tăng năng suất giúp thu hẹp khoảng cách cung – cầu. Theo thống kê của Molisa hàng năm diện tích đất trồng lúa giảm 51,900 ha hằng năm, ước tính giảm 500,000 tấn lúa/ năm do tỷ lệ đô thị hóa tăng nhanh (từ 19.6% năm 2009 lên 40% năm 2019). Ngoài ra, tỷ lệ tăng dân số bình quân năm giai đoạn 2009 - 2019 là 1,14%/năm, cao hơn tỷ lệ tăng trưởng dân số của thế giới là (1,08%/năm). Các yếu tố trên làm tăng nhu cầu lương thực trong nước cũng như tạo áp lực lớn lên nguồn cung.

Gia tăng xuất khẩu cũng là một trong cách hỗ trợ nhu cầu phân bón cải thiện. Việt Nam là quốc gia sản xuất và xuất khẩu gạo đứng thứ ba thế giới, chỉ sau Ấn Độ và Thái Lan. Dự kiến trong năm 2020, nhu cầu xuất khẩu gạo tăng 3.1% do (1) động thái dỡ bỏ hạn ngạch xuất khẩu gạo 1/5/2020 và (2) nhu cầu tích trữ lương thực của các quốc gia trắng cao trong bối cảnh dịch Covid 19 diễn biến phức tạp.

Biểu đồ: Dự báo sản lượng xuất khẩu gạo 2020 so với 2019 (Ngàn tấn)

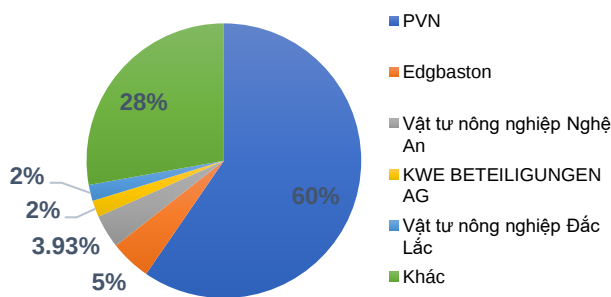


TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

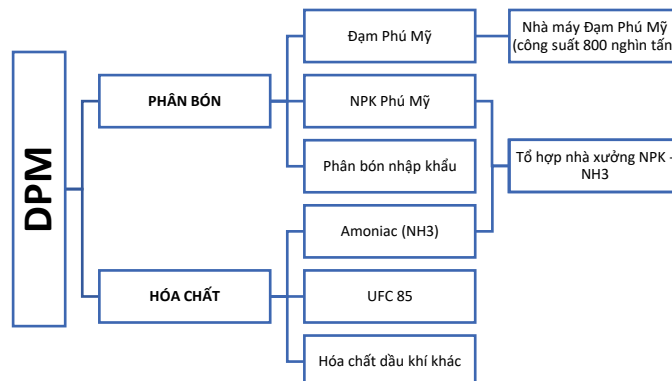
Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (FVFCO) được thành lập vào tháng 3/2003 là doanh nghiệp sản xuất kinh doanh phân bón, hóa chất. Trải qua hơn 15 năm, FVFCO đã trở thành *doanh nghiệp sản xuất kinh doanh phân bón số 1 trong nước* (chiếm gần 40% thị phần phân đạm cả nước), trong đó mảng Ure - hiện đóng góp trên 60% tổng doanh thu và 88.3% LNST của công ty – PVFCO hiện sở hữu cụm nhà máy phân bón – hóa chất với công suất thiết kế 800 nghìn tấn Urê/năm, 250 nghìn tấn NPK/năm và 540 nghìn tấn NH₃/năm với lợi thế thương hiệu và hệ thống phân phối rộng khắp, tạo động lực tăng trưởng cho DPM trong dài hạn.

Cơ cấu cổ đông

BIỂU ĐỒ: CƠ CẤU CỔ ĐÔNG DPM

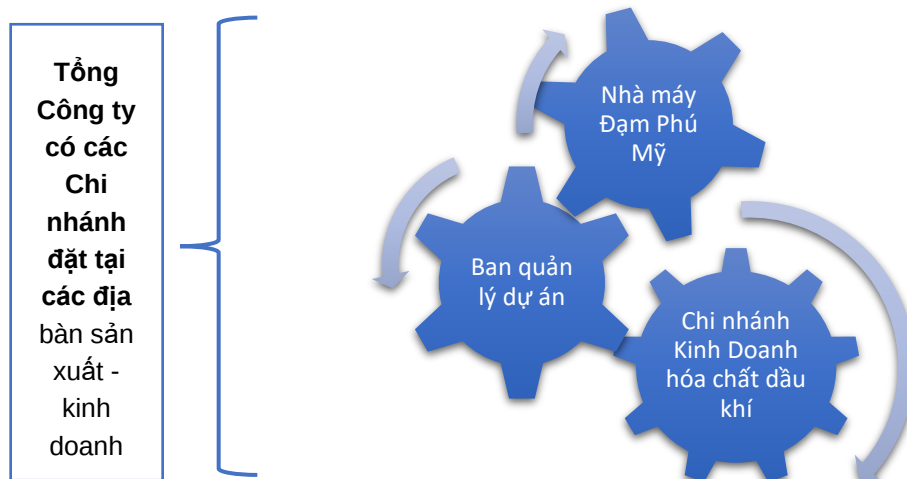


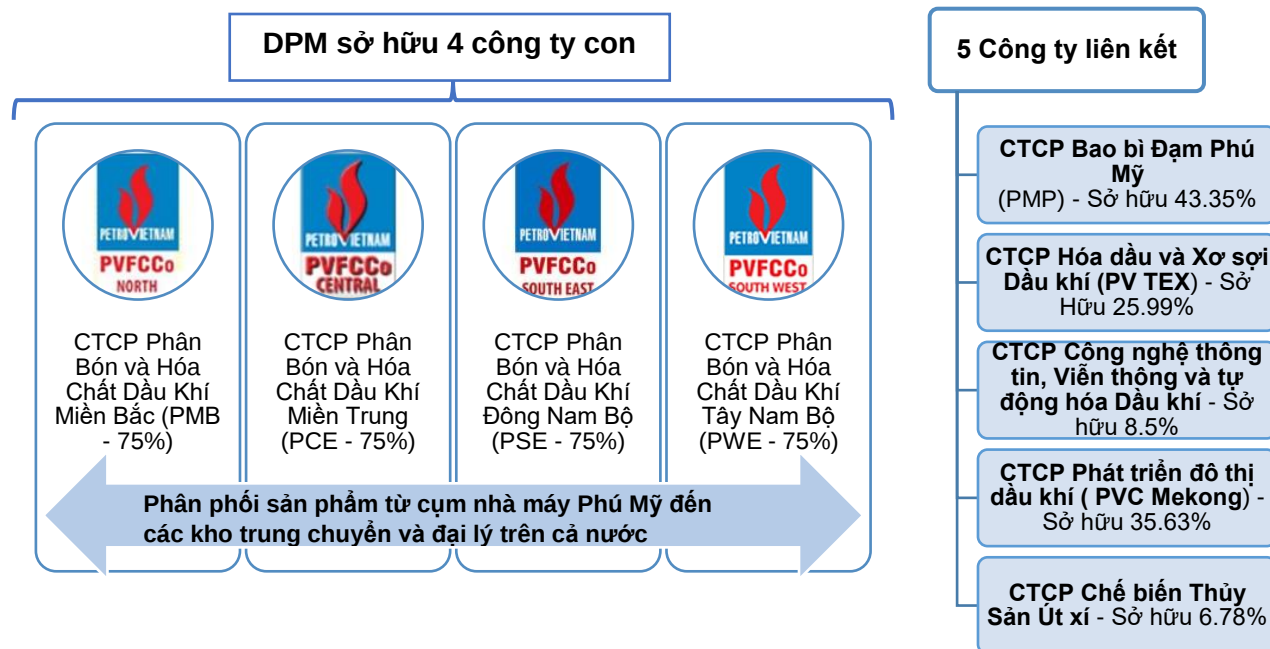
Nguồn: DPM



Cơ cấu sở hữu tương đối tập trung, trong đó Tập đoàn Dầu Khí Quốc Gia Việt Nam (PVN) chiếm đến 59.58%. Theo đó, PVN nắm quyền chi phối các hoạt động của DPM như thông qua các quyết định về chính sách giá khí đầu vào, chính sách đầu tư và chi trả cổ tức hàng năm. Tuy nhiên, theo định hướng tái cơ cấu doanh nghiệp, PVN sẽ tiến hành giảm tỷ lệ sở hữu DPM xuống còn 51% và có thể xuống 36% cổ phần. Tuy nhiên, hiện tại vẫn chưa có phương án thoái vốn cụ thể từ phía PVN. Các cổ đông nước ngoài hiện đang nắm giữ 11.42% cổ phần bao gồm quỹ Edgbaston Asian Equity Trust (4.82%), Kwe Beteiligungen AG (1,95%) ...

Cấu trúc doanh nghiệp



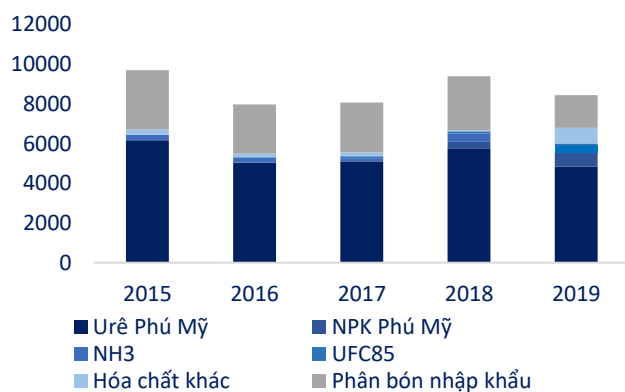


Nguồn: DPM, BSC Research tổng hợp

Hoạt động kinh doanh

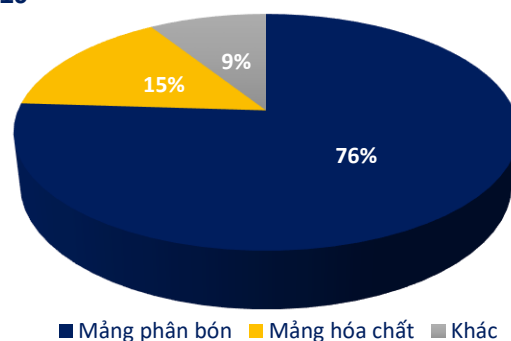
Sản xuất và kinh doanh phân bón đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận cho DPM. **Trong đó, mảng sản xuất kinh doanh Urea hiện đang là trọng tâm của tổng công ty và kinh doanh phân bón NPK giúp DPM gia tăng đáng kể về mặt doanh thu trong dài hạn.** Bên cạnh đó, Đạm Phú Mỹ cũng đầu tư sản xuất và kinh doanh các loại hóa chất dầu khí, là ngành phụ trợ trong sản xuất phân bón và sử dụng trong khai thác dầu khí, tuy nhiên chưa đóng góp nhiều vào cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của DPM. (9.3% tổng doanh thu và 15% tổng LNST).

Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu (Triệu đồng)



Nguồn: DPM

Biểu đồ: Cơ cấu lợi nhuận sau thuế 2019



Nguồn: DPM

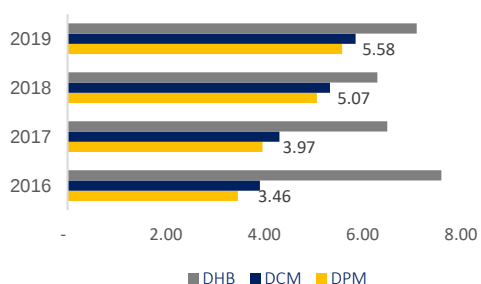
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

1. Tận dụng lợi thế về công nghệ giúp DPM duy trì vị thế đầu ngành phân đạm và cải thiện đáng kể kết quả kinh doanh nhờ mảng NPK

	DPM	DCM	DHB
Tổng công suất	800,000 tấn/năm	800,000 tấn/năm	500,000 tấn/năm
Sản lượng tiêu thụ trung bình	780,000 tấn/năm	804,000 tấn/năm	302,000 tấn/năm

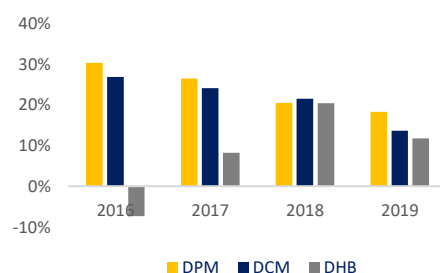
Hiệu quả

Biểu đồ: Giá thành trên đơn vị sản phẩm (Triệu đồng/ tấn)



Nguồn: DPM, DHB, DCM

Biểu đồ: Biên lợi nhuận gộp DPM, DCM, DHB



Nguồn: DPM, DCM, DHB

Thị Phần

Chiếm ~40% thị phần cả nước
Miền Bắc: 25% Thị phần vùng
Miền Trung, TN: 70% Thị phần vùng
Miền ĐNB: 75% Thị phần vùng
Miền TNB: 35% Thị phần vùng

Chiếm >30% thị phần cả nước
Miền TNB: ~58% thị phần vùng.
Miền ĐNB: 25% Thị phần vùng
Miền Bắc, Trung và TN: 12% Thị phần vùng

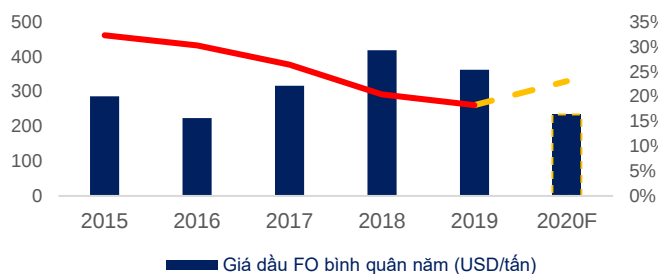
Chiếm ~10% thị phần cả nước

Hậu bảo dưỡng trong Q1/2020, nhà máy NPK dần đi vào hoạt động ổn định, góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp NPK lên 12% trong Q2/2020 và dự kiến Q3/2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng mảng NPK sẽ đạt điểm hòa vốn EBIT ở mức 1.6% vào năm 2021 với 60% công suất, bắt đầu chiếm khoảng 3.1% lợi nhuận sau thuế của DPM.

Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Sản lượng kinh doanh/Công suất (%)	31%	46%	60%	72%	80%	90%
Doanh thu	680	996	1,327	1,616	1,822	2,081
Đóng góp vào Doanh thu DPM (%)	9%	12%	15%	18%	20%	22%
Gía vốn	839	909	1,137	1,311	1,430	1,576
Lợi nhuận gộp	(159)	87	189	304	392	505
Biên lợi nhuận gộp (%)	-23.4%	8.7%	14.3%	18.8%	21.5%	24.3%
EBIT	(245)	(28)	21	99	160	241
Biên EBIT (%)	-36.0%	-2.9%	1.6%	6.1%	8.8%	11.6%
Lợi nhuận sau thuế	(245)	(28)	18.7	89.1	144.3	192.5
Đóng góp vào lợi nhuận sau thuế DPM (%)	-64.8%	-3.5%	3.1%	13.2%	18.2%	21.6%

2. Giá khí đầu vào giảm mạnh hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Biểu đồ: Giá dầu FO và Biên lợi nhuận gộp của DPM 2015-2020



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Cơ chế giá khí của DPM

P = 46% MFO + Cước phí vận chuyển khí (USD/MMBTU)

Trong đó, Giá khí quy đổi bằng 46% giá dầu FO trung bình tháng (MFOC) tại thị trường Singapore theo tạp chí Platt's (USD/MMBTU)

Trong 1H/2020, biên lợi nhuận gộp tăng đột biến từ 15.1% lên 23.5% so với cùng kỳ, nguyên nhân chủ yếu đến từ giá khí thiên nhiên hiện chiếm khoảng 50% giá thành Urea Phú Mỹ. Giá dầu FO giảm mạnh trong 1H/2020, dẫn đến giá khí thiên nhiên ghi nhận mức giảm hơn 23%YoY.

Nguyên nhân dẫn tới việc giá dầu nguyên liệu giảm sâu đến từ **(1) quy định của IMO 2020** (Từ ngày 01/01/2020 trở đi, tất cả các tàu biển sẽ phải sử dụng nhiên liệu hàng hải với hàm lượng lưu huỳnh tối đa là 0,5% so với mức giới hạn hiện nay là 3,5%) **(2) Chiến tranh giá dầu giữa Nga và OPEC**, dẫn đến hiện tượng mất cân bằng cung cầu nghiêm trọng và **(3) Diễn biến phức tạp đại dịch Covid-19** dẫn đến nhu cầu di chuyển cũng như sử dụng dầu và các chế phẩm bị sụt giảm nghiêm trọng.

Chúng tôi kỳ vọng giá dầu FO bình quân năm 2020 ước đạt mức 234 USD/Tấn (-35.4% YoY) và sẽ dần phục hồi ở mức 292 USD/ tấn trong năm 2021, nhờ nỗ lực cắt giảm sản lượng của OPEC+ và nhu cầu dần phục hồi khi dịch bệnh được kiểm soát. Do đó, **biên lợi nhuận gộp dự kiến trong năm 2021 của DPM được điều chỉnh giảm từ mức 23.1% xuống còn 20.2%, nhưng vẫn cao hơn so với năm 2019 do kỳ vọng tiếp tục được hưởng lợi từ việc giá khí đầu vào ước tính đạt 5.44 USD/ MMBTD, thấp hơn 4.9% so với năm 2019.**

3. Kỳ vọng vào khoản hồi tố chi phí bảo hiểm vào năm 2020 (chưa ghi nhận vào kết quả định giá chung), ước tính khoảng 200 tỷ.

DPM kỳ vọng sẽ nhận được khoản bồi thường ~200 tỷ cho sự cố kỹ thuật trong năm 2019 vào Q4/2020. Theo đó, giá trị đền bù ước tính cụ thể khoảng 30 tỷ đồng cho thiết bị và 172 tỷ đồng cho gián đoạn kinh doanh ngoài ý muốn diễn ra trong 40 ngày. Theo BSC, khoản thu nhập bất thường này có thể tăng LNST của doanh nghiệp đạt mức 1,000 tỷ đồng (+23.7% kịch bản cơ sở) và EPS tăng lên 2,556 đồng/CP từ mức 2,066 đồng/CP. Do đó, giá mục tiêu được điều chỉnh tăng 490 đồng do khoản thu nhập bất thường này chỉ đóng góp trong 2020. Do đó, sau khi điều chỉnh giá mục tiêu tăng lên 18,926 đồng (+2.66% so với giá mục tiêu ban đầu).

Nhận được khoản bồi thường bảo hiểm vào cuối năm 2020 (Đơn vị: Tỷ đồng)		
Kịch bản	Khả quan	Cơ sở
Doanh thu	8,104	8,104
Lợi nhuận gộp	1,870	1,870
Biên lợi nhuận gộp	23.1%	23.1%
Lợi nhuận trước thuế	1,205	1,003
Lợi nhuận ròng	1,000	809
EPS (Đồng)	2,556	2,066
Giá mục tiêu (Đồng)	18,926	18,436
% Thay đổi giá mục tiêu	2.66%	490

Nguồn: BSC Research dự báo

4. Kỳ vọng được hoàn thuế VAT đầu vào khi luật thuế VAT sửa đổi được thông qua vào năm 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 0 - 5%, để trình Quốc hội sớm xem xét vào cuối năm 2020. 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	8,104	8,663	8,938	9,264	9,509
Giá vốn	6,234	6,915	7,113	7,301	7,413
Lợi nhuận gộp	1,870	1,748	1,826	1,963	2,095
Biên lợi nhuận gộp	23%	20%	20%	21%	22%
EBIT	930	647	690	786	887
EPS	2,066	1,542	1,722	2,022	2,274

Nguồn: BSC Research dự báo

Trường hợp 2: Luật thuế VAT được thông qua vào cuối năm 2020

Dựa trên giả định, giá bán không đổi, BSC kỳ vọng sự kiện này sẽ giúp DPM được hoàn thuế VAT đầu vào, tương đương ~300 tỷ đồng/năm trong giai đoạn dự phóng, tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp toàn công ty từ năm 2021.

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh Thu	8,104	8,663	8,938	9,264	9,509
Giá vốn	6,234	6,631	6,828	7,013	7,128
Lợi nhuận gộp	1,870	2,033	2,110	2,251	2,380
Biên lợi nhuận gộp	23%	23%	24%	24%	25%
EBIT	930	932	974	1,074	1,172
EPS	2,066	2,120	2,302	2,606	2,832

Nguồn: BSC Research dự báo

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Chỉ số(%)	2016	2017	2018	2019	
Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	5.0	3.5	3.4	2.9	Hệ số thanh toán ngắn hạn có xu hướng giảm nhưng vẫn đảm bảo khả năng thanh toán tốt
Hsố TT nhanh	4.0	2.5	2.1	2.1	
Cơ cấu vốn					
Hsố Nợ/TTS	14.0%	21.6%	25.9%	28.7%	Cơ cấu sử dụng nợ của doanh nghiệp tăng trong giai đoạn 2017-2019 bởi DPM đã vay nợ để tài trợ cho 22.4% nhu cầu vốn đầu tư vào Dự án NH3 mở rộng và nhà máy NPK
Hsố Nợ/VCSH	16.3%	27.6%	34.9%	40.2%	
Nợ NH/ TTS	0.0%	0.0%	1.8%	1.5%	
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	61	76	82	78	Số ngày phải thu và số ngày phải trả của DPM trong 2019 cải thiện tốt cho thấy doanh nghiệp tận dụng tốt lợi thế của doanh nghiệp đầu ngành
Số ngày phải thu	24	12	20	14	
Số ngày phải trả	31	18	21	28	
CCC	53	69	82	64	
Tỉ suất lợi nhuận					
Biên Lợi nhuận gộp	30%	26%	20%	18%	Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng giảm lần lượt 2% và 3% YoY do sự cố dừng nhà máy để bảo dưỡng Xưởng NH3 của NM Đạm Phú Mỹ
Biên LNST	14%	9%	8%	5%	
ROE	14%	9%	8%	5%	
ROA	12%	7%	6%	3%	
Định Giá					
P/E	5.2	8.3	11.3	14.7	Mặc dù, năm 2019 là một năm khó khăn với DPM nhưng công ty vẫn được thị trường định giá cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành với P/E ngành 2019 là 9.95
P/B	1.0	1.1	0.8	0.9	
EPS	2,332	1,420	1,430	772	
BVPS	19	19	20	20	
Dupont Analysis					
TTS/VCSH	1.16	1.28	1.35	1.40	Nhờ kỳ vọng khôi phục sau bảo trì và hoạt động của nhà máy Đạm Phú Mỹ và NPK trong năm 2020
DT/TTS	0.83	0.78	0.84	0.67	
EBIT/DT	0.15	0.08	0.09	0.06	
EBT/EBIT	1.20	1.27	1.09	1.08	
LNST/LNTT	0.82	0.81	0.80	0.81	

RỦI RO ĐẦU TƯ

1. Rủi ro đến từ biến động giá khí đầu vào

Xét trong giai đoạn 2014-2019, giá khí nguyên liệu đầu vào chiếm khoảng từ 30-40% giá vốn của DPM, mặc dù nguồn khí được Chính phủ bảo đảm cung cấp đủ nhưng giá bán đã căn cứ theo giá dầu FO thế giới nên tiềm ẩn nhiều rủi ro về biến động giá ngoài tầm kiểm soát; Bên cạnh đó, mức cước phí vận chuyển hàng năm, phụ thuộc vào nguồn khí sử dụng do các cấp có thẩm quyền phê duyệt. DPM phải đối mặt với rủi ro về nguồn cung khí chính là Bạch Hổ đang cạn kiệt với sản lượng than dầu móng mỏ Bạch Hổ bắt đầu suy giảm 8-10% mỗi năm, nên việc duy động khí từ nhiều nguồn khác nhau sẽ chịu những chi phí vận chuyển cao hơn.

Bảng: Phân tích độ nhạy các yếu tố làm thay đổi giá khí đầu vào đến EPS

		Giá dầu FO				
		219	228	240	252	277
Cước phí vận chuyển khí	1.93	2,344	2,209	2,027	1,844	1,462
	1.90	2,383	2,248	2,066	1,884	1,501
	1.61	2,768	2,633	2,450	2,268	1,886
	1.43	3,003	2,868	2,685	2,503	2,121

Nguồn: BSC Research dự báo

2. Rủi ro vận hành nhà máy.

Sau hơn 16 năm hoạt động liên tục thì nhà máy Đạm Phú Mỹ đã hết khấu hao và đã phải bước sang các đợt bảo trì khoảng 2 năm/ lần, kéo dài từ 15- 24 ngày; làm giảm đáng kể sản lượng kinh doanh của công ty. Đồng thời, chi phí bảo dưỡng sẽ được phân bổ đều cho các kỳ bảo dưỡng có thể làm tăng chi phí giá vốn cũng như khấu hao các thiết bị máy móc mới trong nhà máy.

Ngoài ra, việc vận hành tổ hợp NH₃ mở rộng và nhà máy NPK còn tiềm ẩn nhiều rủi ro. Cụ thể, trong năm 2019, nhà máy NH₃ revamp gặp sự cố tại cụm thiết bị HTER khiến nhà máy NPK phải tạm thời chuyển từ công nghệ hóa học sang sản xuất Model Rắn cùng với việc nhà máy NPK phải tiến hành bảo dưỡng trong Q1/2020, dẫn tới sản lượng kinh doanh NPK Q1/2020 chỉ đạt 10.8 ngàn tấn (6% kế hoạch năm). Tuy nhiên, Sau đợt bảo dưỡng trong Q1.2020 thì NM đã hoạt động ổn định trong Q2 và Q3, với mức BLG đạt khoảng 12% và chất lượng sản phẩm đã dần cải thiện, giúp sản lượng kinh doanh tăng +6% YoY

3. Rủi ro cạnh tranh.

Hiện tượng thừa cung diễn ra trên diện rộng cùng với biến động phức tạp của thời tiết và giá nông sản sụt giảm, tác động tiêu cực đến thị trường phân bón trong nước. Thêm vào đó, chính sách thuế theo hướng khuyến khích hàng nhập khẩu (được hoàn VAT, cắt giảm thuế nhập khẩu theo cam kết FTA) dẫn đến giá phân bón nhập khẩu cạnh tranh hơn so với giá sản xuất trong nước, đặc biệt là NPK, khiến thị trường phân bón trong nước bị mất cân đối. Tuy nhiên, dịch bệnh Covid-19 và biến đổi khí hậu làm tăng nhu cầu tích trữ lương thực của nhiều quốc gia, dẫn tới (1) giá nông sản xuất khẩu có diễn biến tích cực đặc biệt là giá gạo xuất khẩu bình quân 7T/2020 đạt 487,2 USD/tấn (+12,5% YoY) (2) nhu cầu phân bón tại các nước Mỹ, Châu Âu, Ấn Độ, Bangladesh có dấu hiệu phục hồi nhẹ. Những điều này giúp tăng cơ hội xuất khẩu cho DPM, làm giảm áp lực nguồn cung trong nước.

ĐỊNH GIÁ

Theo BSC dự báo doanh thu năm 2020 của DPM đạt 8,104 tỷ đồng (+5.5% YoY), LNST 809 tỷ (+114.1% YoY), tương đương với EPS = 2,066 đồng/CP.

Chúng tôi xây dựng mô hình định giá dựa trên các giả định dưới đây.

Bảng tổng hợp các giả định chính được sử dụng trong mô hình định giá.

	Các giả định	Quan điểm BSC
Màng ure 	- Sản lượng sản xuất đạt 795 ngàn tấn (+12% YoY) - Sản lượng tiêu thụ đạt 790 ngàn tấn (+14% YoY), tương đương 101% KH đầu năm - Gía bán trung bình 6,360 đồng (-9.9% YoY)	Chúng tôi điều chỉnh theo KQKD 1H/2020 và kỳ vọng vào các hoạt động kinh tế diễn ra bình thường vào cuối năm 2020. Triển vọng sản lượng và giá bán phục hồi trong 2H/2020 do nhu cầu xuất khẩu gạo và phân bón thế giới dần phục hồi từ T7/2020 và tồn kho nội địa trong cuối tháng 6 giảm xuống mức 300,000 tấn.
Màng NPK 	- Sản lượng kinh doanh đạt 116 ngàn tấn (+51%YoY), đạt 64% KH đầu năm - Gía bán NPK trung bình đạt 8,587 đồng (-2% YoY)	Nhà máy NPK sau bảo dưỡng Q1/2020, kì vọng duy trì hoạt động ổn định với 58% công suất nửa năm.
Gía khí nguyên liệu 	- Gía khí trung bình năm đạt 4.67 USD/MMBTU - Trong đó, giá dầu FO trung bình năm 234 (-35.4% YoY); Phí vận chuyển 1.9 USD/MMBTU (+32.9%)	Chi phí vận chuyển cao đột biến do điều chỉnh 1H/2020, do nguồn khí từ mỏ Bạch Hổ và Rồng Đồi Mồi (60% nguồn cung) không đủ để cung cấp nên khí được phân bổ ở các mỏ có tariff cao hơn

Bảng ước tính giá khí cho năm 2020

Nguồn khí	Cước vận chuyển	Tỷ trọng	Tổng cước phí
Bạch hổ và Rồng đồi mồi (*)	1.02	44%	
Các mỏ thuộc bể Cửu Long khác	60%		
Nguồn khác (*)	3.22		
Các mỏ thuộc bể nam côn sơn	40%		1.90
1-3/2020	1.26		
4-12/2020	1.29		
+ Chi phí phân phối	0.15	56%	

Nguồn: BSC Research

Bảng: Tóm tắt dự báo kết quả kinh doanh DPM

Đơn vị: Tỷ đồng	2018A	2019A	2020E	2021F
Gía dầu Brent	72	64	41	50
% YoY	59%	-11%	-35%	20%
Gía dầu FO	419	362	234	292
% YoY	32%	-13%	-35%	25%
Gía khí thiên nhiên	5.93	5.71	4.67	5.44
% YoY	26%	-4%	-18%	16%
Doanh thu Phân bón (Sản xuất)	6,094	5,559	6,021	6,568
% YoY	57.4%	-8.8%	8.3%	9.1%
Doanh thu Hóa chất	581	551	597	609
% YoY	108.2%	94.8%	108.3%	102.0%
Doanh thu Phân bón tự doanh	2,720	1,647	1,487	1,487
% YoY	8%	-39%	-10%	0%
Sản lượng tiêu thụ (ngàn tấn)				
Đạm Phú Mỹ	812	691	790	800
% YoY	102%	85%	114%	101%
NPK Phú Mỹ	37	77	116	150
% YoY		107%	51%	29%
Amoniac NH3	52	58	70	70
% YoY	110%	11%	21%	0%
Hóa chất khác	54	61	61	61
% YoY	9%	13%	0%	0%
Phân bón tự doanh	327	205	195	195
% YoY	-13%	-37%	-5%	0%
Doanh thu	9,297	7,684	8,104	8,663
Giá vốn hàng bán	7,398	6,281	6,234	6,915
Lợi nhuận gộp	1,899	1,402	1,870	1,748
Chi phí bán hàng	612	555	583	649
Chi phí QLDN	486	415	357	452
EBIT	801	432	930	647
Doanh thu tài chính	124	140	181	193
Chi phí tài chính	74	108	107	101
LN trước thuế	851	464	1,003	739
Thuế TNDN	158	78	171	122
Lợi ích của cổ đông thiểu số	13	11	24	13
Lợi nhuận sau thuế	680	375	809	603
EPS cơ bản (đồng)	1,788	965	2,066	1,542
Biên LNG	20.4%	18.2%	23.1%	20.2%
Biên LN ròng	7.3%	4.9%	10.0%	7.0%
ROE	8.5%	4.6%	9.7%	7.2%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, EIA, CME Group, BSC Research dự báo

Chúng tôi khuyến nghị Theo Dõi mã cổ phiếu DPM với giá 18,440 đồng/CP, tương đương tăng trưởng 15% so với giá đóng cửa ngày 18/09/2020. Bằng việc sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền DCF và phương pháp PE để ước tính với tỷ trọng 50% - 50%. Chúng tôi hiện không đưa vào định giá chính thức những yếu tố chưa chắc chắn về (1) kỳ vọng khoản bồi thường phí bảo hiểm do sự cố dừng hoạt động của công ty vào cuối năm 2020 và (2) 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 trong năm 2021, cho đến khi có ghi nhận chính thức từ phía DPM.

Bảng tổng hợp kết quả định giá BSC

Phương pháp	Định giá (đồng/ CP)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/ CP)
DCF	19,478	50%	9,739
P/E với P/E mục tiêu 8.4x	17,395	50%	8,698
Gía mục tiêu (đồng/ CP)			18,436
Gía đóng cửa ngày 18/09/2020			16,900
Tỷ lệ cổ tức			5.9%
TSR			15.0%
P/E 2015-2019 (lần)			10.0

Nguồn: BSC Research dự báo

Phương pháp định giá

(1) Chiết khấu dòng tiền FCFF (Tỷ đồng)		2020	2021	2022	2023	2024
EBIT		930	647	690	786	887
(-) Thuế TNDN		(158)	(107)	(110)	(123)	(155)
(+) Khấu hao		573	583	598	609	631
(-) CAPEX		(107)	(114)	(152)	(185)	(238)
(-) Tăng đầu tư vốn lưu động		(939)	(557)	(202)	(241)	(264)
FCF		299	451	823	846	861
Gía trị hiện tại của FCF		288	380	609	548	489
Lũy kế FCF		2,314				
Chi phí sử dụng vốn bình quân (%)		FCFF (Tỷ đồng)				
Beta	0.77	Gía trị hiện tại của FCF				
Lãi suất phi rủi ro	5.5%	Gía trị thanh lý				
Phần bù rủi ro thị trường	12.6%	Tổng giá trị hiện tại FCF				
Chi phí VCSH	15.2%	(+) Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn				
Chi phí nợ	8.7%	(-) Nợ vay ngắn và dài hạn				
Thuế TNDN	16.7%	(-) Lợi ích của cổ đông thiểu số				
% Nợ	13.2%	EV				
% VCSH	86.8%	Số lượng CP lưu hành (triệu CP)				
WACC	14.2%	Gía trị 1 CP (đồng)				

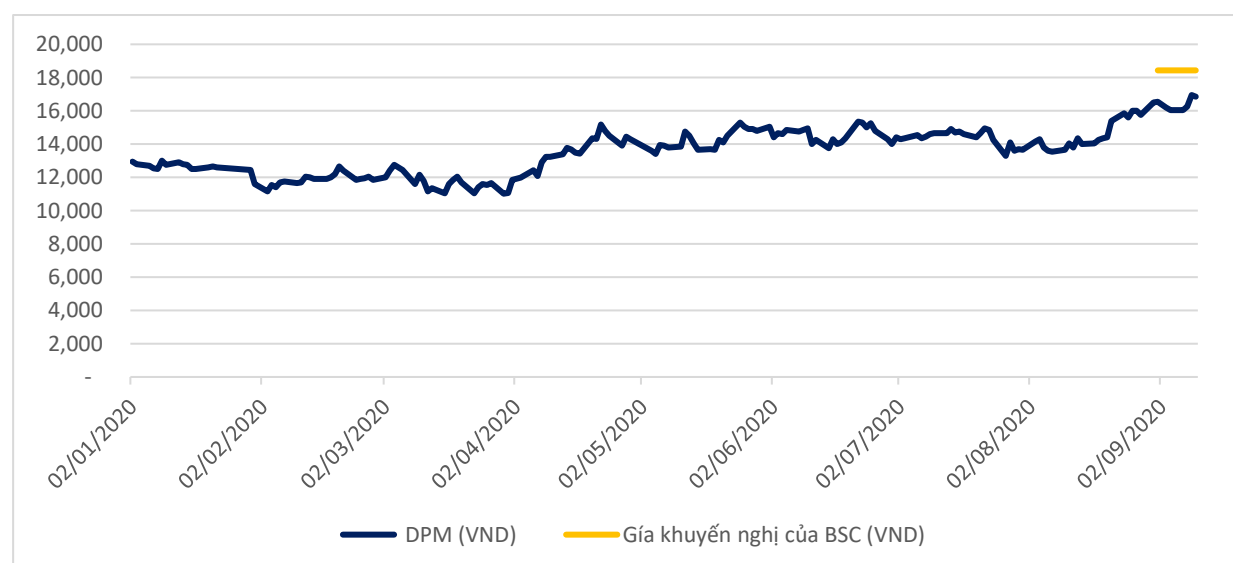
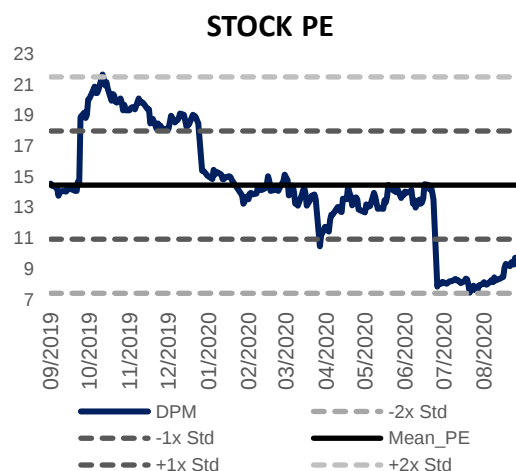
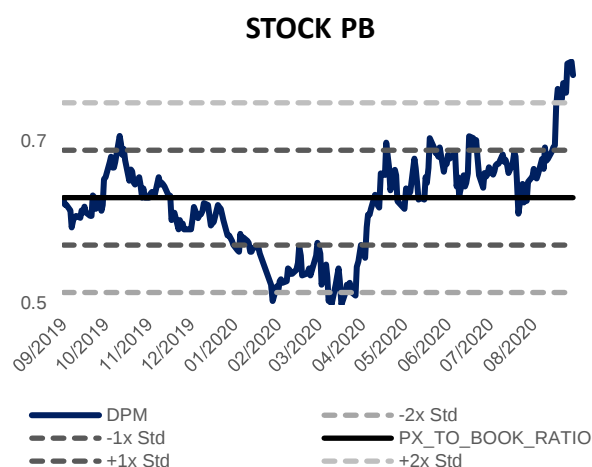
(2) Phương pháp P/E

EPS 2020 (đồng/CP)	2,066
P/E mục tiêu (lần)	8.4
Gía mục tiêu cho 2020 (đồng)	17,395

Nguồn: BSC Research dự báo

Tên	Vốn hóa (Triệu đồng)	Doanh thu (Triệu đồng)	P/E FW	P/E (2019)	P/B (2019)	Net D/E	ROE
Petrovietnam ca mau fertilizer	4,838,716	6,872,618	12.89	10.92	0.76	25%	5.84%
Jordan phosphate mines	6,881,653	20,997,220	9.59	10.45	0.31	36%	3.22%
Sinon corp	6,758,596	13,321,488	13.24	11.88	1.26	60%	9.51%
KG chemical corp	5,740,051	62,662,880	2.19	1.56	0.77	118%	41.38%
National fertilizers ltd	5,519,584	43,075,967	#N/A	5.86	0.92	417%	-8.80%
Fatima fertilizer co ltd	8,264,594	9,670,380	4.86	4.62	0.73	28%	15.5%
Namhae chemical corp	7,865,464	21,423,831	16.16	24.36	0.86	7%	5.5%
DPM	6,476,582	7,683,541	9.9	16.77	0.69	40%	10%
Trung bình	6,552,665	25,432,055	8.42	9.95	0.80	0.99	10.31

Nguồn: Bloomberg



Nguồn: BSC Research dự báo

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	9,297	7,684	8,104	8,663
Giá vốn hàng bán	(7,398)	(6,281)	(6,234)	(6,915)
Lợi nhuận gộp	1,899	1,402	1,870	1,748
Chi phí bán hàng	(612)	(555)	(583)	(649)
Chi phí QLDN	(486)	(415)	(357)	(452)
Lãi/lỗ HĐKD	801	432	930	647
Doanh thu tài chính	124	140	181	193
Chi phí tài chính	(74)	(108)	(107)	(101)
Chi phí lãi vay	(63)	(107)	(105)	(100)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	16	1	-	-
Lãi/lỗ khác	3	2	-	-
Lợi nhuận trước thuế	871	467	1,003	739
Thuế thu nhập DN	158	78	171	122
LN sau thuế	700	378	809	603
CĐTS	186	95	162	121
LNST - CĐTS	514	283	647	483
EBITDA	1,321	994	1,503	1,230
EPS	1.79	0.97	2.07	1.54

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	1,717	2,977	3,189	3,621
Đầu tư ngắn hạn	955	1,035	1,109	1,259
Phải thu ngắn hạn	521	289	666	692
Tồn kho	1,663	1,351	1,623	1,800
TS ngắn hạn khác	317	292	308	329
TS ngắn hạn	5,172	5,944	6,894	7,700
TS hữu hình	12,793	12,782	12,909	13,338
Khấu hao	(7,480)	(7,991)	(8,564)	(9,147)
TS dở dang dài hạn	137	146	146	-
ĐT dài hạn	250	240	229	219
TS dài hạn khác	262	320	335	355
TS dài hạn	5,962	5,496	5,055	4,765
Tổng TS	11,134	11,440	11,948	12,465
Nợ phải trả	1,202	1,441	1,298	1,407
Vay ngắn hạn	202	177	143	148
Nợ ngắn hạn khác	110	442	604	725
Tổng Nợ ngắn hạn	1,514	2,061	2,045	2,279
Vay dài hạn	1,032	1,064	1,121	1,000
Nợ dài hạn khác	334	155	317	762
Tổng Nợ dài hạn	1,365	1,218	1,438	1,762
Tổng Nợ	2,879	3,279	3,483	4,041
Vốn góp	3,914	3,914	3,914	3,914
Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21	21
LN chưa phân phối	657	566	698	789
Vốn chủ khác	3,495	3,495	3,497	3,497
Cổ đông thiểu số	168	165	189	203
Tổng Vốn chủ sở hữu	8,255	8,161	8,319	8,424
Tổng nguồn vốn	11,134	11,440	11,802	12,465
Số lượng cổ phiếu lưu hành	391	391	391	391

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
(Lỗ)/LNST	700	378	809	603
Khấu hao và phân bổ	519	562	573	583
Thay đổi vốn lưu động	(754)	782	(821)	(184)
Điều chỉnh khác	(233)	(187)	176	189
LCTT từ HĐ KD	381	1,759	760	1,204
Tiền chi mua TSCĐ	(891)	(118)	(107)	(114)
Đầu tư khác	69	63	-	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(822)	(54)	(107)	(114)
Tiền chi trả cổ tức	(783)	(402)	(391)	(391)
Tiền từ vay ròng	578	(43)	24	(117)
Tiền thu khác	-	-	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	(204)	(445)	(368)	(508)
Dòng tiền đầu kỳ	2,362	1,717	2,977	4,298
Tiền trong kì	(645)	1,260	1,321	582
Dòng tiền cuối kỳ	1,717	2,977	4,298	4,879

Chỉ số (%)	2018	2019	2020F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	3.4	2.9	3.4	3.4
Hsố TT nhanh	2.1	2.1	2.4	2.4

Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	25.9%	28.7%	29.5%	32.4%
Hsố Nợ/VCSH	34.9%	40.2%	41.9%	48.0%

Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	82.0	78.5	95.0	95.0
Số ngày phải thu	16.6	11.4	17.0	17.0
Số ngày phải trả	20.5	27.8	18.0	18.0
CCC	78.1	62.0	94.0	94.0

Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	20%	18%	23%	20%
Biên Lợi nhuận LNST	8%	5%	10%	7%
ROE	8%	5%	10%	7%
ROA	6%	3%	7%	5%

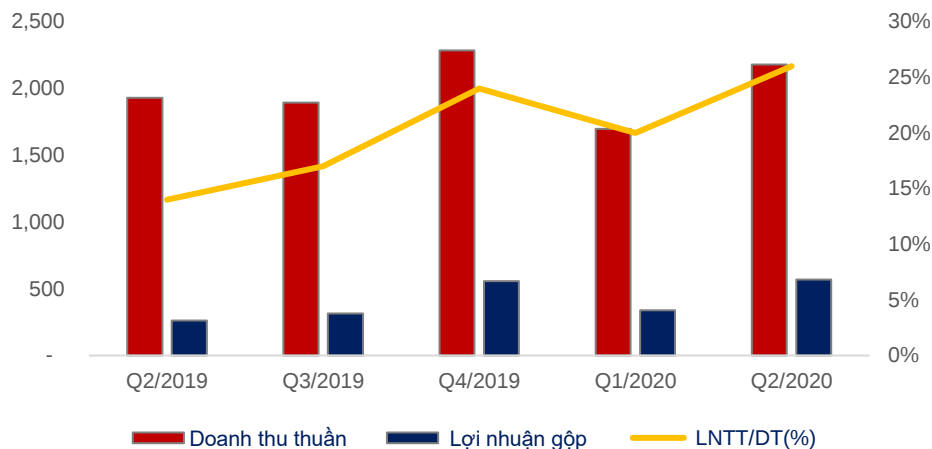
Định Giá				
PE	9.4	17.5	8.2	10.9
PB	0.9	0.9	0.9	0.9

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	16%	-17%	5%	7%
Tăng trưởng EBIT	20%	-46%	115%	-30%
Tăng trưởng LNTT	2%	-46%	115%	-26%
Tăng trưởng EPS	12%	-45%	129%	-25%

Nguồn: BSC Research.

Cập nhật KQKD 6T/2020.

Biểu đồ: kết quả kinh doanh DPM 1H/2020



Nguồn: DPM, BSC research

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của DPM 6T/2020 đạt lần lượt là 3,876 tỷ đồng (+10.6% YoY) và 415 tỷ đồng (+3.6 lần YoY). Biên lợi nhuận gộp 6T/2020 tăng đột biến từ 15.1% lên 23.5% so với cùng kỳ 2019. Do (1) **Sản lượng kinh doanh ure phục hồi so với cùng kỳ do không chịu ảnh hưởng từ bảo trì nhà máy** và (2) **Giá khí đầu vào ước tính giảm 23%YoY**.

(1) **Tổng sản lượng tiêu thụ ure đạt 418.5 ngàn tấn (+60% YoY) và 24% kế hoạch năm, do nhà máy phải bảo dưỡng cơ hội trong Q1/2019**, trong khi sản lượng kinh doanh NPK chỉ đạt 43.8 ngàn tấn (+6% YoY), hoàn thành 24% kế hoạch năm do bảo trì thiết bị nhà máy NPK vào Q1/2020. Giá bán trung bình Đạm Phú Mỹ và NPK Phú Mỹ 6T/2020 tương ứng giảm tương ứng là -17.9% và -2.5% YoY, nguyên nhân đến từ tác động tiêu cực của dịch Covid-19, biến đổi khí hậu và lượng tồn kho trong nước ở mức cao trong kỳ.

(2) **Giá khí (chiếm trên 60% chi phí nguyên vật liệu) 6 tháng ước tính giảm 23% so với cùng kỳ. Nguyên nhân đến từ giá dầu FO giảm sâu** do (a) quy định của IMO; (b) các biện pháp giãn các xã hội do Covid tác động làm giảm nhu cầu dầu nguyên liệu trên thế giới. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý về chi phí vận chuyển tăng từ 1.43 lên 1.9 trong 1H/2020, do mỏ Bạch Hổ và Rồng Đồi Mồi chỉ đáp ứng khoảng 41% nhu cầu khí thiên nhiên trong 1H/2020; Điều này có thể tiềm ẩn rủi ro giá khí nguyên liệu tăng cao do giá dầu phục hồi và chi phí vận chuyển tăng cao do nguồn khí giả rẻ đang dần cạn kiệt.

Theo BSC dự kiến, Kết quả kinh doanh 2H/2020 vẫn diễn biến khả quan do hưởng lợi từ hàng tồn kho giá rẻ Q2/2020 và giá bán bắt đầu được điều chỉnh từ Q3/2020.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

DPM – Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí

Điểm nhấn kỹ thuật:

- ❖ Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- ❖ Chỉ báo xu hướng MACD: đường MACD ở trên đường tín hiệu.
- ❖ Chỉ báo RSI: Ở trong vùng quá mua.
- ❖ Đường MA: EMA12 ở trên EMA26.

Nhận định:

DPM đang ở trong quá trình tăng giá tích cực sau khi đã có quãng thời gian đi ngang tích lũy từ tháng 5 đến tháng 7 vừa rồi. Các chỉ báo xu hướng hiện đều đang ủng hộ cho trạng thái tích cực của cổ phiếu. Thanh khoản DPM trong những tuần gần đây vẫn duy trì ở mức cao, thể hiện sự quan tâm của các nhà giao dịch trong thời điểm hiện tại, khi mà ngành phân bón có vận động mạnh mẽ. Tuy vậy, chỉ báo động lượng RSI đã ở trong vùng quá mua đồng thời cổ phiếu cũng đã gần tiệm cận ngưỡng Fibonacci 100% nên có thể đà tăng trung hạn của DPM đang đến hồi kết thúc. Ngưỡng hỗ trợ gần nhất của cổ phiếu nằm tại khu vực giá xung quanh 16. Theo đánh giá của chúng tôi, DPM nhiều khả năng sẽ bước vào giai đoạn hạ nhiệt và dao động đi ngang trong thời gian tới.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư có thể chốt lãi DPM trong thời điểm hiện tại nếu đang nắm giữ và nên đứng ngoài theo dõi cho đến khi xuất hiện những yếu tố mới có thể tác động mạnh đến xu hướng cổ phiếu trong trung và dài hạn.



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>

