

Ngành phân bón

Báo cáo cập nhật 2021

05/01/2021

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **15.716**

Giá thị trường (09/02/2021) 15.900

Lợi nhuận kỳ vọng -1,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	9.790 – 19.370
Vốn hóa	6.222 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	391.400.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	2.235.740 CP
% sở hữu nước ngoài	13%
Room nước ngoài	49%
Beta	1,0

Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí

Mã giao dịch: DPM

Bloomberg: DPM VN Equity

Rủi do giá khí tăng khiến biên lợi nhuận DPM tiếp tục thu hẹp.

Cập nhật KQKD Q4/2020: Doanh thu thuần và LNST của DPM trong Q4/2020 lần lượt đạt 1.930 tỷ đồng (-15,5% YoY; -1,3% QoQ) và 103 tỷ đồng (-55,8% YoY; -43,2% QoQ). Doanh thu và LNST đều giảm so với cùng kỳ do (i) Sản lượng bán hàng Urea giảm xuống 171.000 tấn (-28% YoY) (ii) Giá khí đầu vào tăng khoảng 10% YoY khiến biên lợi nhuận bị ảnh hưởng, nguyên nhân chính là do phí vận chuyển tăng so với cùng kỳ dù giá dầu không thay đổi nhiều so với cùng kỳ (iii) Giá bán phân bón Urea và Kali ước giảm lần lượt 2,5% và 11,7% so với cùng kỳ (iii) Cả chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đều tăng.

Tổng số tiền bảo hiểm DPM được nhận do gián đoạn sản xuất và bồi thường cho thiết bị ước tính khoảng 200 tỷ đồng. Sau khi ghi nhận 87,8 tỷ đồng, dự kiến DPM sẽ tiếp tục ghi nhận khoản thu nhập khác khoảng 112,2 tỷ đồng trong năm 2021.

Dự báo KQKD 2021: DTT và LNST ước đạt 8.110 tỷ đồng (+4,5% YoY) và 666 tỷ đồng (-3,8% YoY). Doanh thu dự báo tăng trưởng so với 2020 nhờ (i) Sản lượng tiêu thụ phân bón Urea, NPK và NH3 ước tính tiếp tục tăng nhờ nhu cầu phân bón hồi phục (ii) Giá bán phân bón cũng hồi phục do nhu cầu tăng cao. Tuy nhiên lợi nhuận lại suy giảm do giá dầu tăng cao. Theo giả định của chúng tôi, giá dầu FO trung bình tăng lên mức 320 USD/mmBTU (+32% YoY) khiến giá bán Urea và NPK hồi phục nhưng vẫn không đủ bù đắp chi phí tăng do giá dầu.

Đề xuất thuế VAT 5% áp dụng lên các mặt hàng phân bón sẽ được trình trong kỳ họp quốc hội vào tháng 03/2021. Nếu luật thuế VAT mới được thông qua sẽ giúp DPM hoàn thuế VAT các chi phí nguyên vật liệu đầu vào, theo ước tính thuế VAT sẽ giúp DPM tiết kiệm khoảng 270-300 tỷ đồng mỗi năm. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá kịch bản cơ sở để định giá DPM thì thuế VAT sẽ chưa được thông qua.

Định giá và khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF (tỷ trọng 50%) và P/E (tỷ trọng 50%) để xác định giá mục tiêu cho DPM. Phương pháp DCF xác định giá mục tiêu của DPM là 17.807 VND/cổ phiếu, phương pháp P/E với P/E mục tiêu 8x xác định giá mục tiêu của DPM cho năm 2021 là 13.625 VND/cổ phiếu. BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DPM với giá mục tiêu là **15.716 VND/cổ phiếu**.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đức Hoàng

(84 24) 3928 8080 ext 212

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Kết quả kinh doanh Q4/2020.

Doanh thu thuần và LNST của DPM trong Q4/2020 lần lượt đạt 1.930 tỷ đồng (-15,5% YoY; -1,3% QoQ) và 103 tỷ đồng (-55,8% YoY; -43,2% QoQ). Doanh thu và LNST đều giảm so với cùng kỳ do (i) Sản lượng bán hàng Urea giảm xuống 171.000 tấn (-28% YoY) (ii) Giá khí đầu vào tăng khoảng 10% YoY khiến biên lợi nhuận bị ảnh hưởng, nguyên nhân chính là do phí vận chuyển tăng so với cùng kỳ dù giá dầu không thay đổi nhiều so với cùng kỳ (iii) Giá bán phân bón Urea và Kali ước giảm lần lượt 2,5% và 11,7% so với cùng kỳ (iii) Cả chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đều tăng.

	46% MFO (USD)	Phí vận chuyển (USD)	Giá khí đầu vào (USD/mmBTU)
Q4/2019	3,54	1,43	4,97
Q4/2020	3,57	1,90	5,47
Thay đổi	+1%	+33%	+10%

Thị phần bán Urea của DPM bị giảm trong Q4 khiến DPM phải duy trì giá bán thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh và đẩy mạnh các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (+28,8%) khiến biên lợi nhuận của DPM giảm xuống 5,4% so với mức 10,2% cùng kỳ dù đã ghi nhận một phần khoản thu đột biến từ bảo hiểm là 87,8 tỷ đồng do bị gián đoạn sản xuất năm 2019.

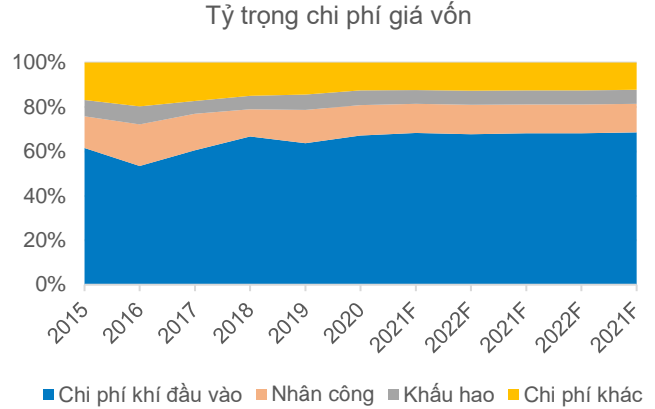
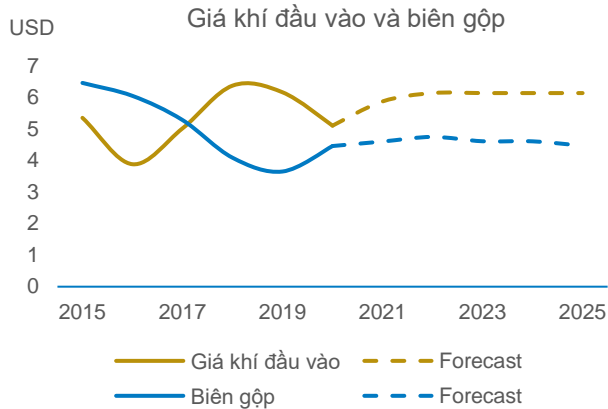
Năm 2019, DPM phải tiến hành bảo trì 72 ngày để xử lý các vấn đề tại cụm thiết bị trong dự án nâng công suất phân xưởng NH₃ kết hợp với bảo dưỡng cơ hội cho nhà máy Urea. Tổng số tiền bảo hiểm DPM được nhận do gián đoạn sản xuất và bồi thường cho thiết bị ước tính khoảng 200 tỷ đồng. Sau khi ghi nhận 87,8 tỷ đồng, dự kiến DPM sẽ tiếp tục ghi nhận khoản thu nhập khác khoảng 112,2 tỷ đồng trong năm 2021.

Tính cả năm 2020, Doanh thu và LNST vẫn tăng trưởng mạnh.

Tính cả năm 2020, Doanh thu thuần và LNST của DPM đạt lần lượt 7.761 tỷ đồng (+1,0% YoY) và 693 tỷ đồng (+83,5% YoY). Lợi nhuận tăng mạnh nhờ (i) Sản lượng sản xuất Urea và NPK ước tính tăng lên lần lượt 790.000 và 116.000 tấn. Nguyên nhân tăng mạnh do năm 2019 nhà máy DPM phải dừng sản xuất khoảng 2 tháng. (ii) Giá khí đầu vào giảm mạnh so với năm 2019. Ước tính giá khí đầu vào trung bình ước tính khoảng 5,1 USD/mmBTU (-16% YoY) (iii) Sản lượng phân bón nhập khẩu giảm mạnh giúp việc tiêu thụ phân bón sản xuất trong nước được cải thiện.

Tuy lợi nhuận tăng mạnh trong năm 2020 nhưng Doanh thu thuần chỉ tăng 1% so với năm 2019, dù sản lượng tiêu thụ Urea và NPK Phú Mỹ tăng lên 807.000 tấn (+16,8% YoY) và 116.000 tấn (+50,6% YoY) nhưng do giá bán Urea và NPK đều bị giảm mạnh. Cụ thể, giá bán Urea ước tính giảm 6.380 VND/kg (-9,2% YoY) và NPK 8.700 VND/kg (-1,9% YoY). Giá bán bị giảm mạnh trong

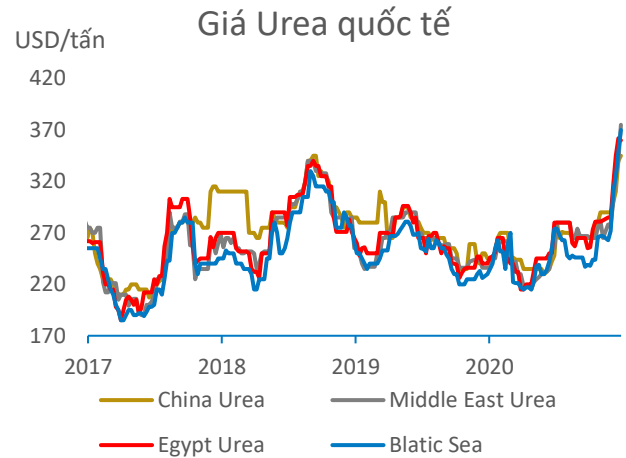
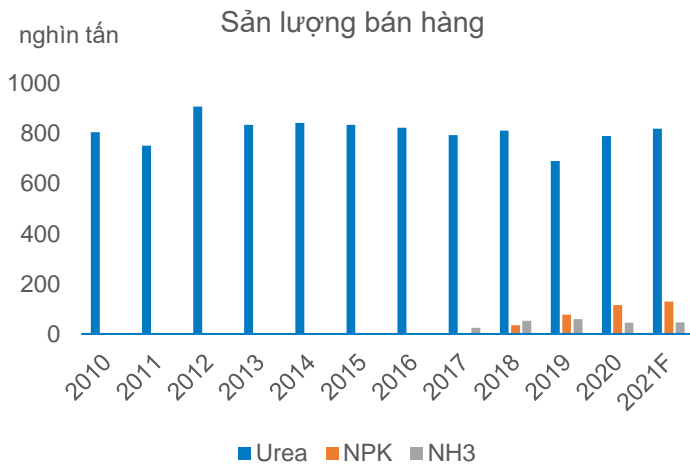
năm 2019 do tình trạng dư cung, đặc biệt khi dịch Covid diễn biến mạnh thì nhu cầu phân bón cũng bị giảm. Bên cạnh đó, các đợt thiên tai lớn như lũ lụt tại miền trung hay ngập mặn tại miền Nam khiến nhu cầu phân bón bị ảnh hưởng trong năm 2020.



Giá bán Urea và NPK sẽ hồi phục trong 2021 nhưng giá khí đầu vào cũng sẽ tăng

Dự báo trong năm 2021, DTT và LNST ước đạt 8.110 tỷ đồng (+4,5% YoY) và 666 tỷ đồng (-3,8% YoY). Doanh thu dự báo tăng trưởng so với 2020 nhờ (i) Sản lượng tiêu thụ phân bón Urea, NPK và NH₃ ước tính tiếp tục tăng nhờ nhu cầu phân bón hồi phục (ii) Giá bán phân bón cũng hồi phục do nhu cầu tăng cao. Tuy nhiên lợi nhuận lại suy giảm do giá dầu tăng cao. Theo giả định của chúng tôi, giá dầu FO trung bình tăng lên mức 320 USD/mmBTU (+32% YoY) khiến giá bán Urea và NPK hồi phục nhưng vẫn không đủ bù đắp chi phí tăng do giá dầu.

Dự báo dựa trên giả định nhu cầu hồi phục do giá bán các sản phẩm nông nghiệp tiêu thụ như lúa gạo, cao su có giá đều tăng khiến diện tích và sản lượng trồng các sản phẩm nông nghiệp tăng lên. Do đó, nhu cầu tiêu thụ phân bón Urea và NPK trong nước dự báo tăng so với năm 2020. Bên cạnh đó, nhu cầu Urea được dự báo tiếp tục tăng ở Châu Âu và Mỹ khi hồi phục kinh tế sau khi dịch Covid 19 dần được kiểm soát. Nhu cầu tăng trong khi nguồn cung đang tương đối hạn chế sẽ giúp giá Urea quốc tế dự báo sẽ tăng mạnh trong năm 2021. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urea của DPM tăng lên 820.000 tấn so với mức 807.000 tấn của năm 2019. Giá bán Urea cũng sẽ tăng lên 7.000 VND/kg (+9,7% YoY). Sản lượng tiêu thụ NPK tăng lên 130.000 tấn (+12,1% YoY).



Chi phí giá khí đầu vào vẫn là yếu tố ảnh hưởng mạnh nhất đến lợi nhuận của DPM trong những năm gần đây. Theo hợp đồng mua bán dầu khí giữa DPM và Tập đoàn dầu khí Việt Nam, giá khí sẽ được chốt theo công thức

$$P = 46\% * MFO + T$$

Trong đó MFO là giá dầu FO trung bình, T là bao gồm chi phí vận chuyển và chi phí thu gom khí từ miệng giếng lên. Có 3 nguồn lấy khí chính của DPM

- Thu gom từ nguồn khí Bạch Hổ và Rồng Đồi Mồi thuộc bể Cửu Long: T = 1,02 USD/mmBTU
- Thu gom từ nguồn khí khác thuộc bể Cửu Long: T = 3,22 USD/mmBTU
- Nguồn khí từ bể Nam Côn Sơn: T = 1,42 USD/mmBTU

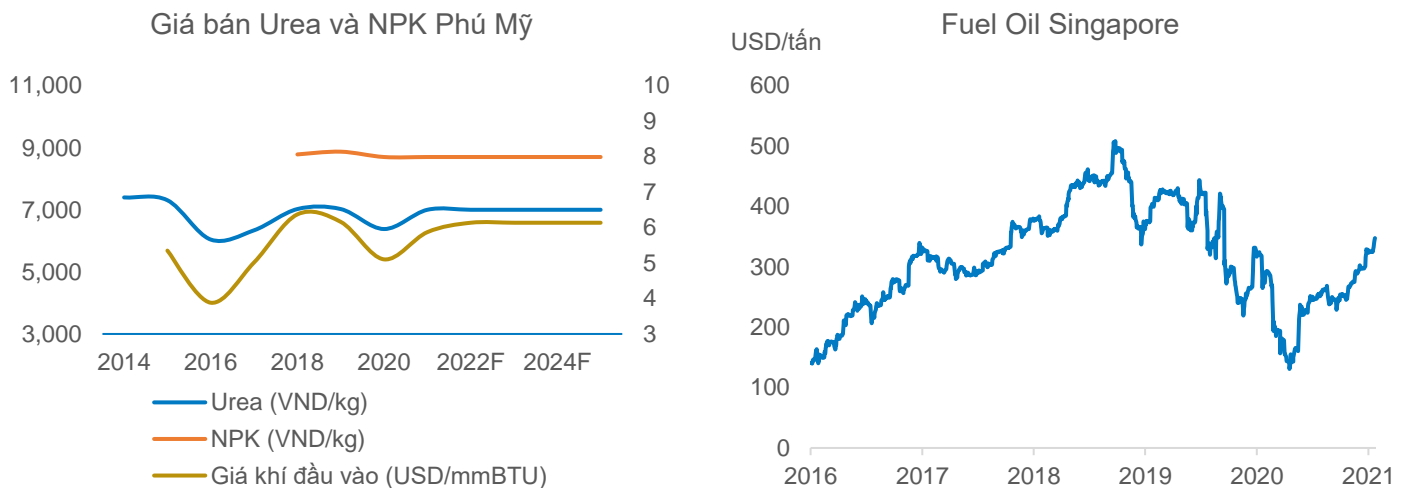
DPM sẽ ưu tiên lấy khí từ nguồn khí Bạch Hổ và Rồng Đồi Mồi do có chi phí vận chuyển thấp nhất. Trong trường hợp nguồn khí từ Nguồn khí Bạch Hổ và Rồng Đồi Mồi không đủ thì lượng khí còn lại sẽ phân bổ từ các Nguồn Khí Khác thuộc Bể Cửu Long và Nguồn Khí Nam Côn Sơn theo tỷ lệ 60% và 40% của lượng Khí còn lại. Theo ước tính trong năm 2019, 40% nguồn khí là từ Bạch Hổ và Rồng Đồi Mồi, 36% từ nguồn khí khác thuộc bể Cửu Long và 24% từ Nam Côn Sơn

Do trữ lượng của Bạch Hổ và Rồng Đồi Mồi không còn nhiều (mỏ Bạch Hổ đã khai thác được 30 năm, Rồng Đồi Mồi đã khai thác được 10 năm) nên DPM đang phải chuyển dần sang các nguồn khí khác với chi phí vận chuyển cao hơn. Như vậy, trong tương lai, giá khí vận chuyển của DPM có thể tiếp tục xu hướng tăng.

Năm	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cước phí vận chuyển khí	0,92	0,94	0,96	0,98	1,00	1,90

Chi phí giá dầu trung bình FO cũng ước tính tiếp tục tăng mạnh so với năm 2020 khi nền kinh tế hồi phục sau Covid, nhu cầu đi lại và tiêu thụ năng lượng tăng cao. Chúng tôi dự báo giá dầu FO khoảng 320 USD/tấn (+32 % YoY) với giá phí vận chuyển giả định giữ ở mức 1,9 USD khiến giá khí đầu vào tăng lên khoảng 5.86 USD/mmBTU (+15% YoY). Tuy nhiên nhờ giá bán Urea và NPK cũng tăng giúp duy trì được biên lợi nhuận gộp khoảng 23% và biên lợi nhuận ròng 9% trong năm 2021.

Đề xuất thuế VAT 5% áp dụng lên các mặt hàng phân bón sẽ được trình trong kỳ họp quốc hội vào tháng 03/2021. Nếu luật thuế VAT mới được thông qua sẽ giúp DPM hoàn thuế VAT các chi phí nguyên vật liệu đầu vào, theo ước tính thuế VAT sẽ giúp DPM tiết kiệm khoảng 270-300 tỷ đồng mỗi năm. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá kịch bản cơ sở để định giá DPM thì thuế VAT sẽ chưa được thông qua.



Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF (tỷ trọng 50%) và P/E (tỷ trọng 50%) để xác định giá mục tiêu cho DPM. Trong kịch bản cơ sở là luật thuế VAT 5% áp dụng phân bón không được thông qua. Phương pháp DCF xác định giá mục tiêu của DPM là 17.807 VND/cổ phiếu, phương pháp P/E với P/E mục tiêu 8x xác định giá mục tiêu của DPM cho năm 2021 là 13.625 VND/cổ phiếu. Theo đó, giá mục tiêu hợp lý cho DPM là 15.716 VND/cp

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá hợp lý (VND/cp)
DCF	50%	17.807
P/E @ 8x	50%	13.625
Giá mục tiêu 1 năm		15.716
Giá hiện tại		15.900
Upside		-1,2%

Tính toán WACC

Chi phí VCSH	15,0%
Lãi vay	7,7%
Thuế doanh nghiệp	17,0%
Chi phí nợ	6,4%
D/A mục tiêu	20,0%
WACC	13,5%

Định giá DCF

Tổng giá trị hiện tại của FCFF	5.739
- Nợ vay	1.050
+ Tiền mặt	2.279
Giá trị VCSH	6.969
Số lượng CP đang lưu hành	394.000.000
Giá trị hợp lý/CP	17.807

Ước tính FCFF

	2021	2022	2023	2024	2025
LNST	666	625	707	716	673
+ Chi phí không bằng tiền mặt	309	487	223	555	773
+ Lãi suất * (1-thuế)	89	-40	94	104	110
- CAPEX	248	248	248	248	248
- Thay đổi vốn lưu động	214	47	310	-12	200
FCFF	425	857	279	931	889

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi dự báo DTT và LNST trong năm 2021 đạt 8.110 tỷ đồng (+4,5% YoY) và 666 tỷ đồng (-3,8% YoY). Doanh thu dự báo tăng trưởng so với 2020 nhờ (i) Sản lượng tiêu thụ phân bón Urea, NPK và NH3 ước tính tiếp tục tăng nhờ nhu cầu phân bón hồi phục (ii) Giá bán phân bón cũng hồi phục do nhu cầu tăng cao. Tuy nhiên lợi nhuận lại suy giảm do giá dầu tăng cao. Theo giả định của chúng tôi, giá dầu FO trung bình tăng lên mức 320 USD/mmBTU (+32% YoY) khiến giá bán Urea và NPK hồi phục nhưng vẫn không đủ bù đắp chi phí tăng do giá dầu. BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DPM với giá mục tiêu là **15.716 VND/cổ phiếu**.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu	7.684	7.762	8.111	8.460
Giá vốn	-6.281	-6.032	-6.338	-6.538
Lợi nhuận gộp	1.402	1.730	1.773	1.921
Chi phí bán hàng	-555	-655	-645	-672
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-415	-409	-409	-427
Doanh thu tài chính	140	180	166	0
Chi phí tài chính	-108	-93	-59	-48
Lợi nhuận sau thuế	378	693	666	625

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
Tiền & khoản tương đương tiền	2.977	2.279	3.029	3.328
Các khoản phải thu ngắn hạn	289	336	382	398
Hàng tồn kho	1.351	1.468	1.281	1.336
Tài sản cố định hữu hình	3.932	3.439	3.225	2.951
Tổng tài sản	11.440	11.298	10.764	10.496
Nợ ngắn hạn	2.061	1.981	1.607	1.643
Nợ dài hạn	1.218	1.067	923	776
Vốn chủ sở hữu	8.161	8.250	8.234	8.076
Tổng nguồn vốn	11.440	11.298	10.764	10.496

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2019	2020	2021F	2022F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-17%	1%	4%	4%
Tăng trưởng LNST (%)	-46%	84%	-4%	-6%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18%	22%	22%	23%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5%	9%	8%	7%
ROA (%)	3%	6%	6%	6%
ROE (%)	5%	8%	8%	8%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	29%	27%	24%	23%
Tổng nợ/Tổng VCSH (%)	40%	37%	31%	30%
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	391,4	391,4	391,4	391,4
EPS (đồng/cổ phần)	965	1.771	1.703	1.597
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.852	21.077	21.037	20.634

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, **Nguyễn Đức Hoàng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ 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 những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Khối Phân tích & Tư vấn đầu tư

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản, Dầu khí

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, Bất động sản, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Tài chính, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ thông tin, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888