

DPM – KHẢ QUAN

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(Ngày 12/11/2019)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	13.700
KLGD TB 10 phiên	277.523
Vốn hoá (tỷ đồng)	5.631
Số lượng CPLH	391.334.260

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH CAO CẤP

Ngô Duy Tài
ndtai@vcbs.com.vn
(+84) 1645 406 727

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

**DPM: HÒI TỐ VÀ BÒI THƯỜNG TÁC ĐỘNG MẠNH VÀO KQKD
DPM TRONG Q4.2019**

CẬP NHẬT KQKD

Trong 9T.2019, DPM ghi nhận 5.434 tỷ đồng (-22,6% yoy) doanh thu và 151.7 tỷ đồng (-73% yoy) lợi nhuận, hoàn thành tương ứng 60% và 90% kế hoạch kinh doanh. Trong đó, tổng sản lượng kinh doanh đạt 453.765 tấn Ure, 61.000 tấn NPK và 32.039 tấn NH3.

Thị trường phân bón trong nước trong 9T.2019 không mấy sôi động, nguyên nhân là do thời tiết không thuận lợi từ cuối năm 2018 với hiện tượng El Nino kéo dài. Ngoài ra, giá các mặt hàng nông sản giảm cũng tác động mạnh mẽ đến xu hướng tiêu dùng của người nông dân.

TRIỂN VỌNG 2020

VCBS ước tính biên lợi nhuận gộp của DPM sẽ tốt hơn trong những tháng đầu năm 2020 do ảnh hưởng của quy định về giới hạn hàm lượng Sulphur trong nhiên liệu vận tải lên giá dầu FO.

VCBS dự phóng DPM sẽ ghi nhận lợi nhuận bất thường từ hợp đồng vận chuyển khí thiên nhiên mới với PV GAS.

VCBS duy trì quan điểm về nhà máy NPK – NH3 vẫn sẽ tiếp tục lỗ trong 2020 mặc dù DPM đã gia tăng thời gian khấu hao nhà máy từ 10 lên 15 năm. Giá trị khấu hao tương đương giảm từ 500 tỷ đồng xuống 350 tỷ đồng.

KHUYẾN NGHỊ.

Với những đóng góp từ khoản hồi tố cước phí vận chuyển vào KQKD của DPM trong Q4 cũng như triển vọng sáng hơn trong 6T đầu năm 2020, VCBS đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu DPM với mức giá mục tiêu **15.372 đồng/cổ phiếu**.

Income Statement	2018	2019E	2020F	2021F
Doanh thu thuần	9.297.112	7.303.792	8.173.434	8.411.165
- Giá vốn hàng bán	7.397.640	5.836.167	6.352.224	6.566.921
Lợi nhuận gộp	1.899.471	1.467.625	1.821.210	1.844.244
- Chi phí bán hàng	612.322	630.643	688.129	662.792
- Chi phí quản lí DN	485.710	475.070	537.168	513.105
Lợi nhuận thuần H&KD	801.439	361.912	595.912	668.348
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	112.447	146.076	163.469	168.223
- Lợi nhuận khác	19.316	53.534	13.428	13.293
EBIT	933.202	561.522	772.809	849.864
- Chi phí lãi vay	62.586	120.724	161.362	146.909
Lợi nhuận trước thuế	870.616	440.798	611.448	702.955
- Thuế TNDN	158.141	75.754	106.707	84.355
LNST	712.474	365.044	504.741	618.600
- Lợi ích cổ đông thiểu số	12.881	6.991	9.445	11.536
LNST của cổ đông CT Mẹ	699.593	358.053	495.296	607.065
EPS (đ)	1.785	915	1.265	1.551

Nguồn VCBS

KẾT QUẢ KINH DOANH

Cập nhật KQKD

Trong 9T.2019, DPM ghi nhận 5.434 tỷ đồng (-22,6% yoy) doanh thu và 151.7 tỷ đồng (-73% yoy) lợi nhuận, hoàn thành tương ứng 60% và 90% kế hoạch kinh doanh. Trong đó, tổng sản lượng kinh doanh đạt 453.765 tấn Ure, 61.000 tấn NPK và 32.039 tấn NH3.

Trong năm 2019, Nhà máy Ure Phú Mỹ thực hiện bảo dưỡng đại tu hơn 2 tháng, dẫn tới sự sụt giảm sản lượng và doanh thu của DPM so với cùng kỳ.

Thị trường phân bón trong nước trong 9T.2019 không mấy sôi động, nguyên nhân là do thời tiết không thuận lợi từ cuối năm 2018 với hiện tượng El Nino kéo dài. Ngoài ra, giá các mặt hàng nông sản giảm cũng tác động mạnh đến xu hướng tiêu dùng của người nông dân. Thay vì sử dụng các sản phẩm cao cấp, người nông dân chuyển sang sử dụng các sản phẩm phân bón giá rẻ, đặc biệt trong sản phẩm NPK. Do đó, không có gì bất ngờ khi sản lượng kinh doanh NPK Phú Mỹ (được xếp vào dòng phân bón NPK cao cấp) sụt giảm trong năm 2019.

Biên lợi nhuận gộp của DPM giảm từ 20.3% xuống 15.6% trong năm 2019 do xu hướng giá các sản phẩm phân bón liên tục giảm.

Thị trường phân bón

Thị trường phân bón Urea thế giới trong tháng 06/2019 được hỗ trợ trong ngắn hạn bởi thông tin đầu giá của các đơn hàng nhập khẩu tại thị trường Ấn Độ cũng như vào thời gian bảo trì của nhiều công ty sản xuất Urea trên thị trường. Tuy nhiên, thị trường đã quay trở lại giảm sau khi các nhà máy hoàn thành bảo trì.

Thêm vào đó, Trung Quốc đã loại bỏ thuế xuất khẩu lên các sản phẩm phân bón nội địa (Ure, DAP...), điều này góp phần vào áp lực về nguồn cung lên các thị trường lân cận như Việt Nam.

TRIỂN VỌNG 2020

Chi phí nguyên vật liệu

Hiện tại, DPM đang mua khí từ PV GAS từ cả 2 bể khí Nam Côn Sơn (40%) và Cửu Long (60%). Trong đó, hợp đồng mua bán khí đã hết hạn từ cuối năm 2018. Trong năm 2019, DPM đang hạch toán mức cước phí vận chuyển ở mức 1,4 USD/MMBTU tăng 0.4 USD so với năm 2018. VCBS dự phóng DPM sẽ ghi nhận lợi nhuận bất thường trong Q4.2019 nhờ vào việc hồi tố giá khí. Trong trường hợp PV GAS không thể hoàn thành nội dung hợp đồng mới trong Q4.2019, kiểm toán độc lập sẽ dựa trên hợp đồng mua bán khí cũ giữa PV GAS và DPM để xác định giá cước vận chuyển khí ở mức 1 USD/MMBTU. **Trong trường hợp này VCBS ước tính khoản hồi tố của DPM ở mức 120 tỷ đồng. Trong trường hợp PV GAS hoàn thành hợp đồng mới, VCBS ước tính cước phí vận chuyển mới ở mức 1.2 USD/MMBTU, tương ứng với khoản hồi tố 60 tỷ đồng.**

VCBS nhận thấy khả năng giá dầu FO thế giới có thể giảm trong năm 2020 do tác động của quy định về giới hạn nồng độ Sulphur trong nhiên liệu vận tải. Hiện tại, giá khí thiên nhiên tại Việt Nam đang được neo theo giá dầu FO thế giới. Mặc dù PV GAS đã thuê tư vấn để đánh giá tác động củ quy định về giới hạn Sulphur là hoạt động kinh doanh của công ty. Tuy nhiên, trong trường hợp PV GAS thay đổi cơ chế giá khí, VCBS đánh giá PV GAS cần được chấp thuận của Bộ Công Thương và Chính phủ trước khi áp dụng. Do đó, VCBS cho rằng ít nhất trong 6T.2020 biên lợi nhuận gộp của DPM sẽ được cải thiện nhờ yếu tố giá dầu FO thế giới tác động.

VAT

Luật thuế VAT sửa đổi và bổ sung tiếp tục bị trì hoãn trong năm 2019 mặc dù bản dự thảo đã bắt đầu được soạn thảo từ 2017. VCBS đã thực hiện ước tính ảnh hưởng của việc thay đổi luật thuế lên KQKD của một vài doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành như DPM, DCM, BFC ở các trường hợp thuế suất 0%, 5%... VCBS sẽ trình bày lại đánh giá cụ thể của chúng tôi về ảnh hưởng của Luật thuế VAT lên ngành phân bón trong **Báo cáo triển vọng Ngành phân bón 2020.**

NPK – NH3

Như VCBS đã dự phóng, DPM đang đối mặt với nhiều khó khăn thách thức kể từ khi nhà máy NPK – NH3 mở rộng đi vào hoạt động. VCBS duy trì quan điểm về nhà máy NPK – NH3 vẫn sẽ tiếp tục lỗ trong 2020 mặc dù DPM đã gia tăng thời gian khấu hao nhà máy từ 10 lên 15 năm. Giá trị khấu hao tương đương giảm từ 500 tỷ đồng xuống 350 tỷ đồng.

2019 được xem là một năm khó khăn cho thị trường phân bón NPK khi mà giá phân NPK chất lượng cao liên tục sụt giảm, trong khi ở chiều hướng ngược lại giá nguyên vật liệu đầu vào như KCI lại tăng đáng kể. **VCBS dự phóng thị trường NPK sẽ khả quan hơn vào cuối năm 2020 nhờ vào dự đoán thời tiết sẽ qua giai đoạn El Nino.**

Ngoài ra, nhà máy NH3 mở rộng phải dừng máy một thời gian trong năm 2019 do lỗi kỹ thuật liên quan đến hệ thống HTER. Điều này dẫn đến sản lượng sụt giảm của nhà máy.

DỰ PHÓNG

Giai đoạn 2019 - 2021 Hệ số Peer trong khu vực:

Công ty	Quốc gia	P/E	P/B
Shandong Hualu Hengsheng	China	12,2	2,1
China BlueChemical Ltd	HongKong	13,9	0,6
Coromandel International Ltd	India	9,4	3,2
Engro Corp Ltd	Pakistan	15,7	1,0
Chambal Fertilizers	India	10,5	2,2
Median		12,2	2,1
DPM	VietNam	16,8	0,7

DPM đang được giao dịch tại mức P/E cao hơn 30 – 40% so với trung bình P/E trong khu vực các nước Châu Á. Do đó, VCBS tiếp tục sử dụng hệ số P/E hiện tại của DPM để thực hiện định giá.

Trong báo cáo lần này, VCBS thay đổi một vài giả định:

- VCBS hạ mức giá định giá dầu trong năm 2019 từ 72 USD xuống còn 65 USD.
- Chúng tôi tin rằng DPM sẽ chịu mức cước phí vận chuyển khí trong năm 2020 ở mức 1.2 USD/MMBTU
- VCBS cho rằng ngành Nông nghiệp trong 2H.2020 sẽ khả quan hơn so với cùng kỳ nhờ vào điều kiện thời tiết thuận lợi. VCBS dự phóng hiện tượng El Nino sẽ chấm dứt sau khi kéo dài gần 2 năm.
- Với triển vọng về thị trường trong năm 2020, VCBS dự phóng sản lượng kinh doanh của DPM sẽ đạt ở mức 700.000 tấn Ure, 100.000 tấn NPK.

GIÁ ĐỊNH	Kịch bản tiêu cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tích cực
Giá dầu thô	80	65	50
Giá phân Ure	7.105	6.963	6.750
Giá khí đầu vào	6.86	6.47	6.09
- Chi phí vận chuyển	1,4	1,2	1,0
KẾT QUẢ KINH DOANH			
Lợi nhuận sau thuế	305	358	378
EPS	780	915	967
ĐỊNH GIÁ			
P/E	15,8	16,8	17,8
Giá mục tiêu	12.324	15.372	17.212
Upside %	-11%	+12%	+25%

Nguồn: VCBS

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KHẢ QUAN

Với những đóng góp từ khoản hồi tố cước phí vận chuyển vào KQKD của DPM trong Q4 cũng như triển vọng sáng hơn trong 6T đầu năm 2020, VCBS đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu DPM với mức giá mục tiêu **15.372 đồng/cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

Trưởng nhóm Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Ngô Duy Tài

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

ndtai@vcbs.com.vn