

## Trung Lập

Ngày cập nhật: 28/04/2020

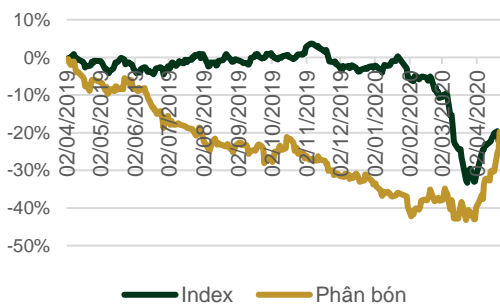
PHS

(+84-28) 5413 5479 – [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

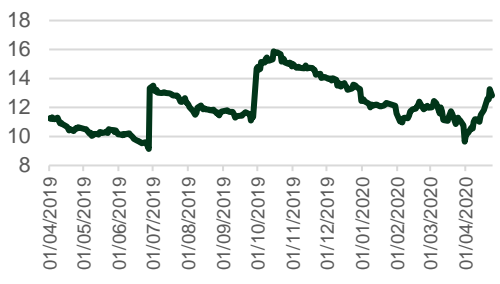
### Danh sách các cổ phiếu trong ngành

Mã	Sàn	Giá CP (27/04)	Vốn hóa (tỷ đồng)
DCM	HOSE	7,800	4,129
DPM	HOSE	13,900	5,440

### Biến động ngành so với Index



### Lịch sử định giá ngành



Nguồn: PHFM

	Q1/2020				LTM				EPS TTM	Giá tại ngày 27/04	Định Giá			Giá trị sổ sách
	DTT		LNST		DTT		LNST				P/E Trailing	P/E quá khứ	P/B quá khứ	
	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	LTM vs 2019 (%)	Giá trị (tỷ VND)	LTM vs 2019 (%)						
DCM	1,347	-7%	93	-51%	6,943	-1%	333	-22.3%	418	7,800	12.4	10.5	0.72	11,682
DPM	1,574	8%	129	94%	7,798	1%	442	13.6%	999	13,900	13.9	14.8	0.82	21,126

(Nguồn: DCM, DPM, PHFM)

## Cơ hội để cải thiện Biên Lợi Nhuận cho Nhà máy Sản xuất Phân Urê

**Cập nhật ngành:** Theo công bố mới nhất về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất phân bón, DPM đạt những kết quả khả quan với doanh thu thuần (1,697 tỷ VND; +8% YoY) và LNST tương ứng (106 tỷ VND; +94% YoY) tăng mạnh trong quý 1 năm 2020. Trong khi đó, ở chiều ngược lại, doanh thu thuần của DCM đạt 1,347 tỷ VND (-7% YoY) và LNST đạt 93 tỷ VND (-51% YoY).

**Tác động của giá dầu:** Giá dầu hiện tại tiếp tục biến động theo chiều hướng giảm, giá dầu FO Singapore trung bình tính đến tháng 04 năm 2020 đã giảm 26% so với đầu năm (theo dữ liệu từ MOIT). Với việc giá khí nguyên liệu đầu vào theo ước tính của chúng tôi chiếm tỷ trọng hơn 20% trong cơ cấu của giá vốn, việc giá dầu giảm mạnh ảnh hưởng tích cực đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sử dụng khí đốt làm nguyên liệu. Đó chính là DCM và DPM.

**Đánh giá:** Việc giá dầu thay đổi có thể sẽ chỉ ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của hai doanh nghiệp là DCM và DPM. Bởi vì, trong các loại phân bón chính sử dụng ở Việt Nam, phân Urê được sản xuất chính bằng khí đốt là tại Nhà máy Đạm Cà Mau (DCM) và Nhà máy Đạm Phú Mỹ (DPM). Phân Urê được sản xuất tại Nhà máy Đạm Ninh Bình và Nhà máy Đạm Hà Bắc (DHB) sử dụng than đầu vào. Ngoài ra, các loại phân lân và phức hợp NPK sử dụng nguyên liệu đầu vào từ các mỏ quặng apatit, hóa chất và từ các loại phân cơ bản khác, không có nguyên liệu trực tiếp từ các mỏ khí.

Ngoài ra, nhà đầu tư cần lưu ý rằng việc giá dầu giảm chỉ tác động lên giá vốn, biên lợi nhuận có thể sẽ được cải thiện. Tuy nhiên, doanh thu có thể sẽ không được cải thiện với tình trạng dư cung trong thị trường phân Urê vẫn tiếp tục tiếp diễn. Ngoài ra, xâm nhập mặn có thể khiến diện tích trồng lúa có thể bị thu hẹp lại làm giảm nhu cầu sử dụng phân bón.

## Không phải tất cả đều được hưởng lợi trực tiếp

Tại Việt Nam, các loại phân chính được sản xuất là phân Urê, phân lân và phân NPK. Trong đó, phân Urê được 4 nhà máy sản xuất thuộc 2 tập đoàn của Việt Nam – PVN (nhà máy Đạm Cà Mau, nhà máy Đạm Phú Mỹ) và Vinachem (nhà máy Đạm Hà Bắc, Đạm Ninh Bình). Đối với phân Urê, các nhà máy thuộc PVN sử dụng khí làm nguyên liệu đầu vào; còn các nhà máy thuộc Vinachem sử dụng than làm nguyên liệu chính.

Phân lân và phân NPK có nhiều nhà máy tham gia sản xuất hơn, trong đó có thể kể tên các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn như LAS, BFC, SFG, VAF... Phân lân thường được sản xuất là Supe lân, DAP, MAP. Nguyên liệu chính để sản xuất phân lân được khai thác ở các quặng Apatit thường tập trung chính ở Lào Cai. Phân NPK thì sử dụng nguyên liệu đầu vào là phân Urê, phân lân và phân Kali. Chính vì vậy, các công ty sản xuất phân NPK sẽ mua nguyên liệu từ các công ty khác để sản xuất.

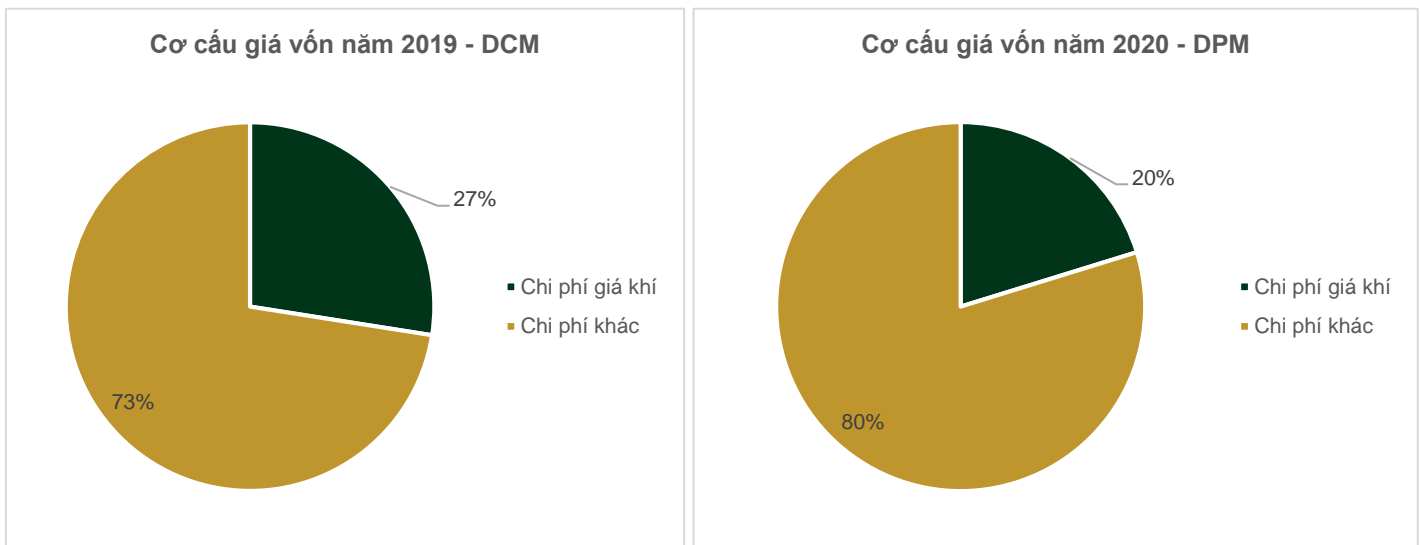
Bảng tổng hợp một số công ty niêm yết sản xuất phân bón

SẢN PHẨM	CÔNG TY SẢN XUẤT	NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO
Phân Urê	DHB	Than
Phân Urê	DCM, DPM	Khí đốt
Phân Lân	LAS, VAF, NFC, DDV	Quặng Apatit, Lưu huỳnh
Phân NPK	DPM, BFC, SFG	Phân Urê, Phân Lân, Phân Kali

Việc giá dầu giảm trong năm 2020 sẽ chỉ mang lại lợi ích trực tiếp cho 2 doanh nghiệp là DCM và DPM. Đối với các doanh nghiệp còn lại, việc giá dầu giảm có thể sẽ tác động gián tiếp nhưng sẽ không thực sự rõ ràng.

## Cơ cấu chi phí và ảnh hưởng của giá dầu

Khí đốt là một phần của chi phí nguyên liệu chính của DCM và DPM. Tuy nhiên, ngoài khí đốt, nguyên liệu sản xuất của 2 nhà máy bao gồm cả điện, nước và các loại hóa chất khác. Đối với cả DCM và DPM, nguyên liệu sản xuất đều chiếm 53% trong cơ cấu giá vốn năm 2019.

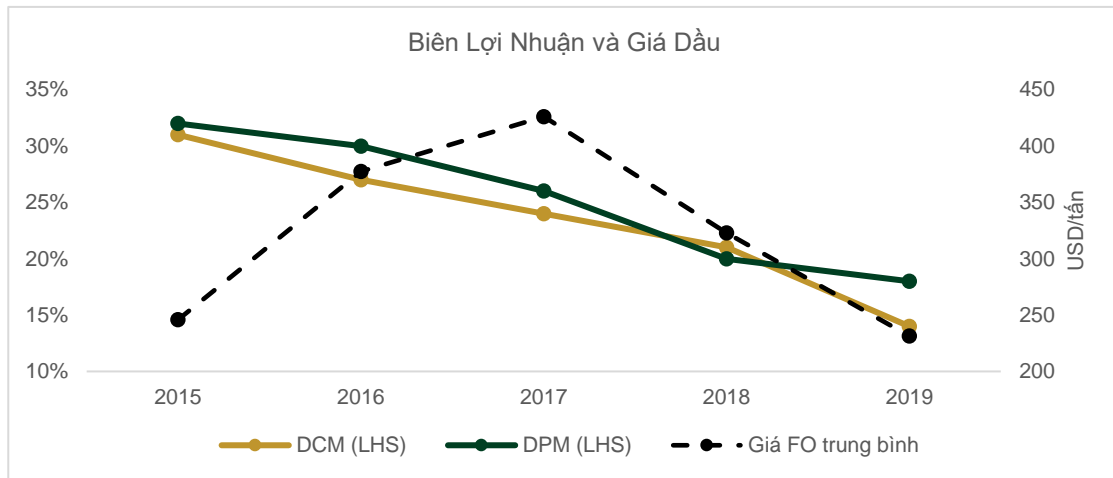


(Nguồn: DCM, DPM, PHFM ước tính)

DCM ký hợp đồng với PVN mua khí thiên nhiên từ Lô PM3 CAA và Lô 46 – Cái nước. PVN đảm bảo giá khí cho DCM trong giai đoạn 2015 – 2018 để DCM có tỷ suất lợi nhuận trên Vốn chủ sở hữu bình quân là 12%/năm từ hoạt động SXKD phân bón. Kể từ năm 2019, DCM đã hết nhận giá ưu đãi. Trong năm 2019, PVN chấp thuận xuất hóa đơn cho DCM là 4 USD/Tr.BTU (đã bao gồm chi phí vận chuyển). Ngoài ra, PVN sẽ cung cấp thêm khí PM3 CAA được mua bổ sung với giá 0.9MFO (giá trung bình FO) từ ngày 12 tháng 10 năm 2019.

Trong khi đó, DPM ký hợp đồng với PVGas mua khí thiên nhiên từ nguồn khí Bạch Hổ - Rừng Đồi Mồi, nguồn khí khác trong bể Cửu Long và Nam Côn Sơn. Giá khí mà DPM phải trả cho PVGas sẽ được tính như sau:  $P = 0.46MFO + T_{cl}$ ; trong đó  $T_{cl}$  là chi phí vận chuyển từ bể khí vào. Tháng 4 năm 2020, PVGas và DPM thống nhất giá vận chuyển từ mỏ Bạch Hổ là 1.02 USD/Tr.BTU; nguồn khí khác trong bể Cửu Long là 3.22 USD/Tr.BTU và bể Nam Côn Sơn là 1.41 USD/Tr.BTU trong quý 1 năm 2020 và 1.44 USD /Tr.BTU trong các quý còn lại năm 2020.

Có thể thấy, giá dầu sẽ tác động chi phí DCM nhiều hơn do tỷ lệ tính toán đối với giá FO cao hơn; còn đối với DPM, chi phí vận chuyển chiếm tương đối trong tổng chi phí khí đầu vào. Việc thay đổi của giá dầu sẽ làm biến động chi phí giá vốn của DCM nhiều hơn so với DPM.



(Nguồn: Bloomberg, MOIT, DCM, DPM, PHFM tổng hợp)

Việc nhà máy NPK vận hành vào năm 2018 giúp DPM có đa dạng danh mục sản phẩm bán ra nên không phụ thuộc nhiều vào chi phí giá khí đầu vào như giai đoạn trước đó, điều này dẫn đến biên lợi nhuận trong năm 2018 và 2019 biến động không mạnh cùng với giá dầu. DCM với sản phẩm chủ lực là phân Urê phụ thuộc nhiều vào giá dầu nhưng từ năm 2019, DCM hết được nhận giá bán ưu đãi dẫn đến biên lợi nhuận năm 2019 giảm sâu.

### Đánh giá tác động của giá dầu

Bằng việc ước tính chi phí giá khí trong cơ cấu giá vốn trong các năm, chúng tôi nhận thấy rằng tính đến thời điểm tháng 4 năm 2020, với giá dầu trung bình giảm 27% so với năm ngoái thì biên lợi nhuận của DCM có thể được cải thiện - tăng 6% còn DPM sẽ khoảng 4%.

Kết quả kinh doanh quý 1 của DPM phù hợp với ước tính của chúng tôi khi biên lợi nhuận đạt được 20% so với 17% trong quý 1 năm 2019, tăng 3%. Ở chiều ngược lại, biên lợi nhuận của DCM không được cải thiện, chỉ đạt 15% trong quý 1 năm 2020, gần tương đương với mức 14% cho cả năm 2019. Việc này có thể do DCM hiện đang trích trước chi phí giá khí và phải đợi thống nhất từ quyết định từ phía PVN. Nếu giá dầu tiếp tục diễn biến theo chiều hướng hiện tại, khả năng DCM và DPM đều có thể cải thiện được lợi nhuận trong năm 2020.

Nhà đầu tư cần lưu ý rằng việc giá dầu giảm chỉ tác động lên mặt giá vốn của một số doanh nghiệp sản xuất phân Urê cụ thể, lợi nhuận có thể sẽ được cải thiện. Tuy nhiên, doanh thu có thể sẽ không được cải thiện với tình trạng dư cung trong thị trường phân Urê vẫn tiếp tục tiếp diễn. Ngoài ra, xâm nhập mặn tiếp tục tăng cao khiến diện tích trồng lúa có thể bị thu hẹp lại làm giảm nhu cầu sử dụng phân bón. Trong bối cảnh ngành phân bón năm 2019 với lợi nhuận giảm sút, các doanh nghiệp niêm yết cũng đặt ra kế hoạch năm 2020 khá dè dặt và sụt giảm so với năm 2019. Những khó khăn của ngành phân bón trong năm 2019 vẫn tiếp tục tiếp diễn trong năm 2020.

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Hoàn Niên, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

## © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801