

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

Giá mục tiêu 12 tháng (làm tròn)	21,400
Giá mục tiêu cũ	17,400
Giá hiện tại	17,450

THEO DÕI
DOANH THU TỪ XUẤT KHẨU GHI NHẬN Ở MỨC CAO CHƯA TỪNG CÓ
KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3 VÀ 9 THÁNG TÍCH CỰC

Lợi nhuận sau thuế Quý 3 cao gấp ba lần cùng kỳ: CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) ghi nhận kết quả kinh doanh Q3/2020 đạt 1,955 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 3.3% so với quý cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế đạt 182.5 tỷ đồng, cao gấp 3 lần so với cùng kỳ.

Lũy kế 09 tháng năm 2020, DPM đạt 5,832 tỷ đồng doanh thu, tăng 8% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 597 tỷ đồng, cao gấp 4 lần so với 9 tháng năm 2019.

Giá khí đầu vào giảm tiếp tục là yếu tố hỗ trợ: Ước tính giá khí đóng vai trò nguyên liệu đầu vào sản xuất giảm 1% làm giá thành sản xuất chính giảm 7-17%. Ngoài ra, doanh nghiệp còn thực hiện tiết giảm chi phí khi định mức năng lượng tiêu thụ thấp hơn so với kế hoạch, và chi phí lãi vay giảm do các dự án chậm giải ngân.

Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu tăng đột biến trong Quý 3: DPM ghi nhận lô hàng xuất khẩu phân bón hơn 60,000 tấn trong tháng 09, ước tính giá trị gần 16 triệu USD, đóng góp khoảng 22% tổng doanh thu trong quý này.

Cập nhật đánh giá

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh các năm tiếp theo dựa trên điều chỉnh các giả định, bao gồm chi phí khí đầu vào có khả năng tăng trong năm tới. Theo đó, ước tính doanh thu 2020 đạt 8,085 tỷ đồng (đạt 87.5% KH 2020, và vượt 5.2% so với 2019), lợi nhuận trước thuế ước đạt 906 tỷ đồng (tăng 73% so với KH 2020).

Theo đó giá mục tiêu mới được xác định như sau:

Kết quả định giá:

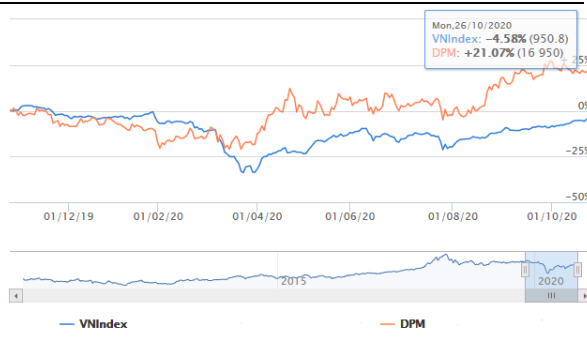
DCF	26,528
P/B	14,423
P/E	23,289
Trung bình	21,410

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	17,800/10,200
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	6,574
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	391.3
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	1,946,934
Sở hữu trong nước (%)	88.58
Sở hữu nước ngoài (%)	11.42
Room nước ngoài (%)	100

Một số chỉ tiêu chính

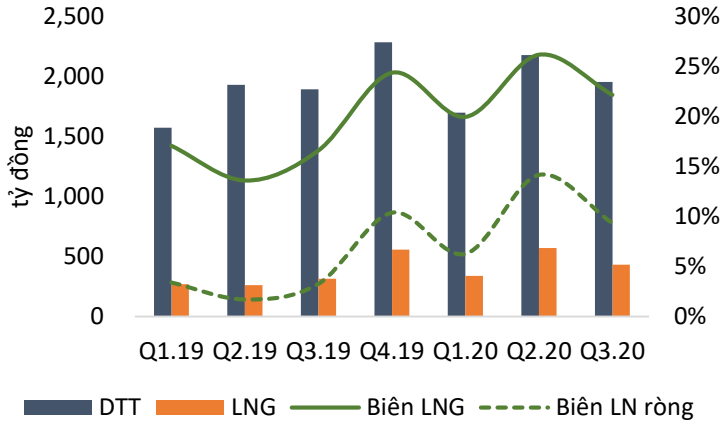
	2019	2020E	2021E
Doanh thu (tỷ VND)	7,684	8,085	8,146
LN gộp (tỷ VND)	1,402	1,967	2,078
EBIT (tỷ VND)	432	887	937
LN ròng (VND)	378	738	790
Tăng trưởng LNR (%)	-46	94	7
EPS (VND)	994	1,918	2,051
Tăng trưởng EPS (%)	-45	93	7
BVPS (VND)	20,852	22,238	23,757
Tỷ suất cổ tức (%)	62.9	63	63
ROE (%)	6	10	10
ROA (%)	4	8	8

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	35.38%

Tình hình tài chính

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 3/2020



DPM duy trì kết quả sản xuất kinh doanh tích cực trong Quý 3: biên lợi nhuận vẫn cải thiện đáng kể so với cùng kỳ.

So với Quý 2, doanh thu giảm khoảng 10% phản ánh tình hình khó khăn trong giai đoạn Quý 3. Đây là mùa thấp điểm trong năm, tồn kho cao và diễn biến thời tiết phức tạp do ảnh hưởng của mùa mưa bão.

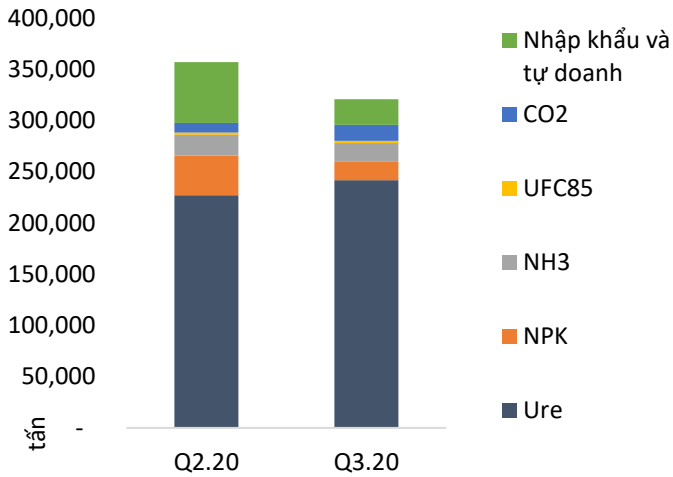
So với cùng kỳ, doanh thu Quý 3 tăng 3.3%, chi phí giá vốn giảm 3.4% khiến lợi nhuận gộp thu về hơn 433 tỷ đồng, tăng 37.9% so với quý III/2019. Biên lợi nhuận gộp đạt 22.2%, cải thiện đáng kể so với mức 16.5% cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng năm 2020, lãi ròng của Đạm Phú Mỹ đạt 597.1 tỷ đồng, gấp gần 4 lần so với cùng kỳ năm ngoái.

Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

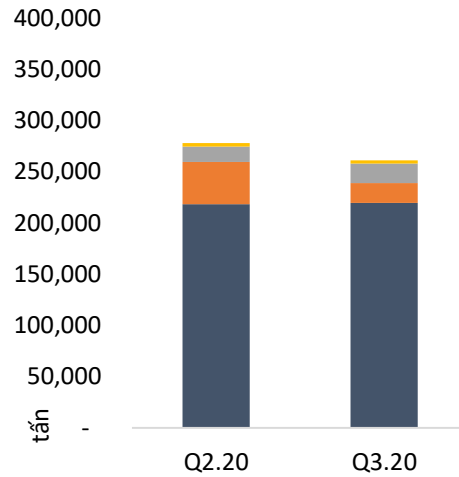
Sản lượng tăng nhẹ trong khi giá bán giảm mạnh

DPM đạt 94% doanh thu kế hoạch 9 tháng đầu năm, chủ yếu do giá bán các mặt hàng phân bón, hóa chất (trừ UFC85) đều giảm mạnh so với cùng kỳ và giá kế hoạch. Cụ thể, giá bán trung bình Đạm Phú Mỹ trong 9 tháng đầu năm giảm khoảng 16% so với cùng kỳ và giảm 16% so với giá kế hoạch; giá bán trung bình NH3 giảm 11% so với cùng kỳ và giảm 10% so với giá kế hoạch.

Sản lượng tiêu thụ



Sản lượng sản xuất

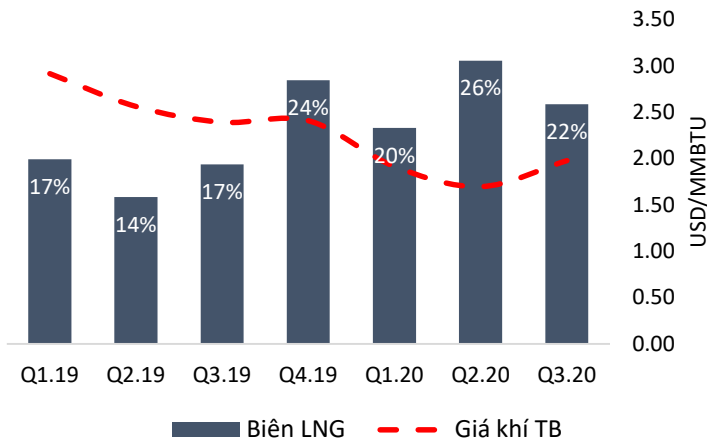


Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

Ngoại trừ sản lượng Ure tăng nhẹ, hầu hết các sản phẩm khác đều giảm sản lượng sản xuất và kinh doanh. Tính chung Quý 3, tổng sản lượng sản xuất các mặt hàng giảm 6%, sản lượng kinh doanh giảm 10%.

Giá bán và sản lượng đều giảm khiến doanh thu Quý 3 giảm hơn 10 điểm phần trăm so với Quý 2.

Giá khí giảm tiếp tục là yếu tố hỗ trợ biên lợi nhuận

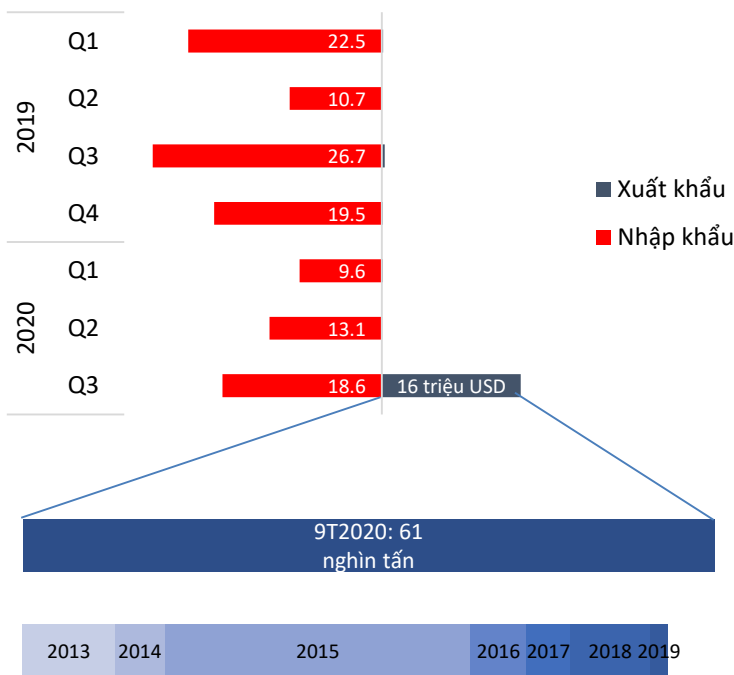


Giá khí được tham chiếu theo giá dầu thế giới và là yếu tố chi phí đầu vào, có tương quan ngược chiều với biên lợi nhuận gộp. Do đó, diễn biến giá dầu giảm từ đầu năm đến nay kéo theo giá khí nguyên liệu giảm, biên lợi nhuận gộp qua các quý của DPM cải thiện đáng kể so với các quý cùng kỳ năm ngoái. Chi phí khí đầu vào gồm 46% MFO + Phí vận chuyển, trong đó Phí vận chuyển tăng lên khoảng 33% do nguồn khí từ bể chính Rông – Đồi Mồi suy giảm nhanh hơn dự kiến, khiến DPM tăng tỷ trọng cấp bù khí từ Bể Cừu Long và Nam Côn Sơn. Tuy nhiên, giá dầu giảm làm giá khí tham chiếu 46% MFO giảm sâu hơn 36%, khiến chi phí chung giảm khoảng 20%.

Nguồn: DPM, Indexmundi, PSI tổng hợp

Doanh thu xuất khẩu Quý 3 lớn hơn tổng doanh thu xuất khẩu từ năm 2013 cộng lại

Tương quan xuất nhập khẩu của DPM



Tính đến trước Quý 3/2020, DPM chủ yếu nhập khẩu phân bón nhằm đa dạng các mặt hàng kinh doanh trong nước. Tuy nhiên, trong tháng 09 vừa rồi, DPM đã xuất khẩu lô phân bón Ure ước tính hơn 60,000 tấn, có tổng giá trị khoảng hơn 16 triệu USD. Dựa trên thông tin công bố từ DPM, chúng tôi ước tính giá trị lô hàng xuất khẩu này tương đương tổng giá trị xuất khẩu của tất cả các năm trước gộp chung lại.

Lượng xuất khẩu tăng đột biến đến từ nguyên nhân các nước Châu Á (như Ấn Độ, Bangladesh, Đông Nam Á,...) ưu tiên sản xuất nông nghiệp và đảm bảo an ninh lương thực trong bối cảnh dịch Covid-19.

Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

Cập nhật Đánh giá triển vọng hoạt động trong nửa cuối năm 2020

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh các năm tiếp theo trên cơ sở thận trọng. Theo đó, ước tính doanh thu 2020 đạt 8,085 tỷ đồng (đạt 87.5% KH 2020 và vượt 5.2% so với 2019), lợi nhuận trước thuế ước đạt 906 tỷ đồng (tăng 73% so với KH 2020), trên cơ sở như sau:

(1) Dự kiến nhà máy Ure của DPM hoạt động đầy đủ công suất, duy trì tăng trưởng doanh thu ổn định trong Quý 4. Giá khí tiếp tục giữ ở mức 40-45 USD/thùng.

(2) Doanh thu năm 2020 khó đạt chỉ tiêu kế hoạch đề ra. Do ảnh hưởng từ yếu tố thời tiết bất thường, nhất là mùa mưa bão đợt cuối năm diễn biến phức tạp. Kinh doanh phân bón trở nên khó khăn hơn. Doanh thu các năm tiếp theo kỳ vọng cải thiện khi DPM giảm lượng phân bón nhập khẩu, thúc đẩy tự doanh phân bón sản xuất và duy trì hoạt động xuất khẩu.

(3) Bồi thường bảo hiểm: DPM dự kiến thu được tiền bồi thường thay thế thiết bị khoảng 40 tỷ đồng, bồi thường cho lợi nhuận gộp đã mất ước tính là 172 tỷ đồng. Khoản này chưa được ghi nhận trong Quý 3, kỳ vọng được ghi nhận một phần trong Quý 4.

(4) Lộ trình áp dụng luật thuế GTGT sửa đổi: Theo thông tin mới nhất từ Kỳ họp thứ 10, quốc hội khóa XIV (từ 19/10 – 12/11/2020), Thủ tướng đã ban hành Nghị quyết 159/NQ-CP ngày 28/10/2020, xét đề nghị tờ trình 192/TTr-BTC của Bộ Tài chính, thông qua hồ sơ trình Quốc hội về Dự án sửa đổi Luật thuế về Thuế suất giá trị gia tăng đối với mặt hàng phân bón. Dự kiến Luật mới được thông qua và áp dụng kể từ 2021.

Định giá doanh nghiệp

Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF: Với phương pháp này, chúng tôi dự phóng dòng tiền trong các năm tới của doanh nghiệp, sử dụng FCFF để tiến hành chiết khấu dòng tiền về hiện tại. Giá mục tiêu của DCF là 26,528 đồng/cp

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Giá trị vĩnh viễn
EBIT	886,929	937,234	872,095	815,069	786,043	
Thuế suất	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)	712,123	752,230	700,472	654,687	630,159	
-Thay đổi vốn lưu động	-526,104	-287,464	-19,825	-4,236	-9,416	
-Vốn đầu tư	-121,317	-70,554	-81,260	-68,835	-80,705	
+Khấu hao	434,025	434,025	434,025	434,025	434,025	
FCFF	498,727	828,237	1,033,412	1,015,641	974,063	8,588,534
Tỉ suất chiết khấu	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
Chiết khấu dòng tiền	443,491	654,935	726,673	635,078	541,622	4,775,601

Định giá	
Giá trị doanh nghiệp	7,777,401
Tổng nợ vay	1,240,896
Lợi ích cổ đông thiểu số	165,368
Tiền mặt	4,011,952
Giá trị vốn cổ phần	10,383,089
SLCP đang lưu hành	391,400,000
Giá mục tiêu	26,528

Phương pháp so sánh P/E:

Chúng tôi lấy EPS dự phóng của DPM năm 2020 là 1,918 đồng/cp, BVPS dự phóng là 22,238 đồng/cp. Giá mục tiêu theo phương pháp so sánh P/E, P/B lần lượt là 23,289 đồng/cp và 14,423 đồng/cp.

Mẫu so sánh: Các doanh nghiệp phân ngành cấp IV theo chuẩn ICB thuộc khu vực Châu Á mới nổi

Ticker	Name	P/E	P/B
DCM VN Equity	PETROVIETNAM CA MAU FERTILIZ	14.22	1.01

RCF IN Equity	RASHTRIYA CHEMICALS & FERT	11.72	0.76
FATIMA PA Equity	FATIMA FERTILIZER CO LTD	4.7	0.72
DFPC IN Equity	DEEPAK FERTILISERS & PETRO	16.13	0.65
GNFC IN Equity	GUJARAT NARMADA VALLEY FERT	6.29	0.6
ZAP PW Equity	ZAKLADY AZOTOWE PULAWY SA	7.38	0.41
GSFC IN Equity	GUJARAT STATE FERT & CHEMICA	24.56	0.39
Trung bình		12.14	0.65

Tổng hợp kết quả định giá:

Phương pháp	Định giá
DCF	26,528
P/B	14,423
P/E	23,289
Giá mục tiêu	21,410

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	7,684	8,085	8,146
Giá vốn hàng bán	6,281	6,118	6,069
Lợi nhuận gộp	1,402	1,967	2,078
Doanh thu tài chính	140	83	88
Chi phí tài chính	108	76	67
Lãi/ lỗ trong công ty LD,LK			
Chi phí bán hàng	555	638	670
Chi phí quản lý doanh nghiệp	415	442	471
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	464	894	957
Lợi nhuận khác			
Lợi nhuận trước thuế	467	906	968
Lợi nhuận sau thuế	389	751	803
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	378	738	790
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	11	12	12
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	5,944	6,060	6,855
I. Tiền & tương đương tiền	4,012	4,189	4,708
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	289	336	338
IV. Hàng tồn kho	1,351	1,244	1,517
V. Tài sản ngắn hạn khác	292	292	292
Tài sản dài hạn	5,496	5,106	4,764
I. Các khoản phải thu dài hạn	1	1	1
II. Tài sản cố định	4,791	4,589	4,160
V. Đầu tư tài chính dài hạn	45	261	194
VI. Tài sản dài hạn khác	274	196	218
Tổng tài sản	11,440	11,166	11,619
Nợ phải trả	3,279	2,462	2,320
I. Nợ ngắn hạn	2,061	1,357	1,366
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,883	1,180	1,189
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	177	177	177
II. Nợ dài hạn	1,218	1,105	954
1. Các khoản phải trả dài hạn	155	193	195
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,064	912	760
Vốn chủ sở hữu	8,161	8,704	9,298
1. Vốn điều lệ	3,914	3,914	3,914
2. Cổ phiếu quỹ	21	21	21
3. Thặng dư vốn cổ phần	566	1,109	1,703
4. Lợi nhuận giữ lại	165	165	165
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,495	3,495	3,495
6. Nguồn vốn khác	11,440	11,166	11,619
Tổng nguồn vốn	5,944	6,060	6,855

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	18%	24%	26%
Biên EBITDA	16%	16%	17%
Biên lợi nhuận trước thuế	5%	9%	10%
ROE	6%	10%	10%
ROA	4%	8%	8%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-17%	5%	1%
Lợi nhuận gộp	-46%	94%	7%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-45%	93%	7%
EPS	-45%	93%	7%
Tổng tài sản	3%	-2%	4%
VCSH	3%	-2%	4%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	2.88	4.54	5.02
Nợ/tài sản	0.11	0.10	0.08
Nợ/vốn chủ sở hữu	0.15	0.13	0.10
Khả năng thanh toán lãi vay	4.04	12.53	15.39
Định giá			
EPS (VND)	994	1,918	2,051
BVPS (VND)	20,852	22,238	23,757



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 G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4, phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Đào Hồng Dương

Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: duongdh@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó Phòng PTDN
Email: thanhtd@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích
Email: ducnh@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên phân tích
Email: hoangnm@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông
Email: gianglth@psi.vn

Đồng Khau Tú

Chuyên viên phân tích
Email: tudk@psi.vn

Nguyễn Văn Dương

Chuyên viên phân tích
Email: duongnv@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Bộ phận truyền thông
Email: myvh@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.