

# CTCP Phân bón & Hóa chất Dầu khí (DPM) NĂM GIỮ



**Đinh Thị Như Hoa**

Chuyên viên cao cấp

[hoa.dinh@vcsc.com.vn](mailto:hoa.dinh@vcsc.com.vn)

+84 8 3 914 3588 ext. 140

## Cập nhật

Nâng khuyến nghị từ GIẢM lên NĂM GIỮ  
Giá mục tiêu từ 41.600VND lên 43.900 VND

Giá hiện tại	40.500 VND
Giá mục tiêu	43.900 VND
TL tăng	8%
Lợi suất cổ tức	6,2%

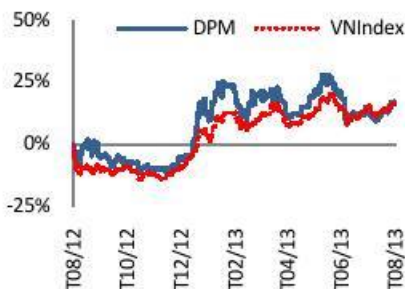
## Hóa chất

Giá trị vốn hóa	727 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	380 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	43,100VND
Mức thấp nhất 12 tháng	29,625VND

GTGD bình quân hàng ngày trong 30 ngày qua	1,1 triệu USD
Room còn lại cho khối ngoại	157,6 triệu USD
Sở hữu của KN / Tối đa (%)	28%/49%

### Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	61,7%
Deutsche Bank	9,5%
NDT nước ngoài khác	18,4%
Khác	10,4%



## Lợi nhuận giảm, nhưng cổ tức hấp dẫn

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ dành cho DPM với giá mục tiêu tính theo phương pháp dòng tiền chiết khấu là 43.900VND, cao hơn so với giá mục tiêu trước đây là 41.600VND vì chúng tôi điều chỉnh lại dự báo lợi nhuận ròng sau thuế do giá bán trung bình cao hơn so với ước tính của chúng tôi. Dù EPS trong 3 năm tới dự báo sẽ giảm (vui lòng xem bảng dưới đây) do cạnh tranh ngày càng tăng từ Đạm Cà Mau (DCM) và giá bán u-rê ở mức thấp, giá cổ phiếu DPM vẫn khá rẻ với PE 2013 là 5,8 lần và lợi suất cổ tức 6,2% khá hấp dẫn trong khi thanh khoản ở mức cao (1,1 triệu USD). Chúng tôi cũng cho rằng việc DPM dồi dào tiền mặt và không có nợ có thể cho phép công ty tăng mức trả cổ tức. Khuyến nghị được nâng lên NĂM GIỮ.

### Giá cổ phiếu hợp lý, nhưng cổ tức ở mức hấp dẫn

Chúng tôi dự báo EPS 2013 đạt 6.989VND/cổ phiếu, với PER tương ứng là 5,8 lần, thấp hơn 45% so với các công ty phân bón khác tại các thị trường mới nổi khu vực Châu Á – Thái Bình Dương với P/E trung bình đạt 10,6 lần. Tuy nhiên, từ trước đến giờ cổ phiếu DPM luôn giao dịch với giá thấp hơn so với các công ty phân bón khác. Với lợi suất cổ tức là 6,2%, DPM vẫn là một cổ phiếu hấp dẫn.

### Dự báo lợi nhuận ròng năm 2013 sẽ giảm 12% do cạnh tranh từ DCM

Chúng tôi ước tính doanh thu sẽ giảm 23% xuống 10.369 tỷ VND và lợi nhuận ròng giảm 12% xuống 2.656 tỷ VND do sản lượng và giá bán trung bình tiếp tục giảm. Phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy nếu giá bán trung bình biến động 5% thì giá mục tiêu theo đó sẽ biến động 7%-8% theo cùng chiều hướng. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng sẽ giảm 6% trong năm 2014 và 20% trong năm 2015 do Fertecon dự báo giá u-rê thế giới sẽ tiếp tục giảm đến năm 2016 trước khi tăng trở lại vào năm 2017. Ngoài ra, DCM ngày càng cạnh tranh trực tiếp với DPM. Trong Quý 4/2012, DPM đã bán 189.000 tấn u-rê trong khi DCM bán được 132.000 tấn. Trong 6 tháng đầu năm 2013, chênh lệch đã thu hẹp đáng kể khi DPM bán được 460.000 tấn còn DCM bán được 407.000 tấn.

### KQLN 6 tháng đầu năm cao hơn dự báo

Lợi nhuận ròng 6 tháng đầu năm của DPM giảm 17% xuống 1.603 tỷ đồng, đạt 84% kế hoạch lợi nhuận khá thận trọng của công ty. Trong 6 tháng đầu năm 2013, DPM đã bán 476.271 tấn u-rê (giảm 7% so với cùng kỳ) với giá bán trung bình là 420USD/tấn (giảm 2% so với cùng kỳ). Giá u-rê của DPM cao hơn 18% so với giá u-rê hạt trong của Trung Đông trong khi giá bán của DCM chỉ cao hơn 5%. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng chênh lệch về giá bán trung bình sẽ ngày càng thu hẹp và lợi nhuận của DPM sẽ giảm tiếp.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính		
	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	9.227	13.322	10.369	9.293	7.699
Biên LN gộp	43,7%	32,5%	34,9%	34,6%	31,3%
Biên LN hoạt động (%)	32,9%	22,6%	25,0%	24,8%	21,4%
Biên LN ròng	33,6%	22,6%	25,6%	26,8%	25,8%
LN ròng chia cổ đông (tỷ VND)	3.104	3.017	2.656	2.492	1.987
EPS (đồng)	8.169	7.939	6.989	6.558	5.229
Tăng trưởng EPS (%)	82%	-3%	-12%	-6%	-20%
Cổ tức/CP (đồng)	3.500	4.500	2.500	2.500	2.500
Lợi suất cổ tức (%)	8,6%	11,1%	6,2%	6,2%	6,2%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	21.650	23.579	28.068	32.126	34.854
PER (lần)	5,0	5,1	5,8	6,2	7,8
PBR (lần)	1,9	1,7	1,4	1,3	1,2
ROA (%)	37,6%	30,9%	23,8%	19,8%	14,5%
ROE (%)	42,9%	34,9%	26,9%	21,7%	15,6%
Nợ/CSH (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Sơ lược về công ty

**Lĩnh vực kinh doanh**

Phân phối u-rê hạt trong

**Doanh thu**

634 triệu USD, thị phần 40%

**Lợi nhuận ròng**

144 triệu USD (2012)

**Yếu tố doanh thu chính**

Giá u-rê hạt trong

**Yếu tố chi phí chính**

Khí khô (70%)

**Yếu tố rủi ro chính**

Giá khí đầu vào

**Các đối thủ chính**

Đạm Cà Mau

**Các khách hàng chính**

Nông dân

**Lãnh đạo**

Ông Bùi Minh Tiến (Chủ tịch HĐQT), Ông Cao Hoài Dương (TGD)

**Địa chỉ**

43 Mạc Đĩnh Chi  
Phường Đa Kao, Q. 1  
TP. HCM, Việt Nam

**Website**

[www.dpm.vn](http://www.dpm.vn)

**Email**

[damphumy@pvfcco.com.vn](mailto:damphumy@pvfcco.com.vn)

**Điện thoại**

+84.8.38 265 285

Cơ cấu doanh thu và biên lợi nhuận gộp	Cơ cấu lợi nhuận gộp												
<table><thead><tr><th>Sản phẩm</th><th>Đóng góp vào LN gộp</th><th>Biên LN gộp</th></tr></thead><tbody><tr><td>Đạm Phú Mỹ</td><td>89%</td><td>47%</td></tr><tr><td>Thương mại</td><td>11%</td><td>4%</td></tr><tr><td>Tổng cộng</td><td>100%</td><td>33%</td></tr></tbody></table>	Sản phẩm	Đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp	Đạm Phú Mỹ	89%	47%	Thương mại	11%	4%	Tổng cộng	100%	33%	
Sản phẩm	Đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp											
Đạm Phú Mỹ	89%	47%											
Thương mại	11%	4%											
Tổng cộng	100%	33%											
Cơ cấu chi phí	Cơ cấu vốn												
<table><thead><tr><th>Sản phẩm</th><th>Đóng góp vào LN gộp</th><th>Biên LN gộp</th></tr></thead><tbody><tr><td>Đạm Phú Mỹ</td><td>89%</td><td>47%</td></tr><tr><td>Thương mại</td><td>11%</td><td>4%</td></tr><tr><td>Tổng cộng</td><td>100%</td><td>33%</td></tr></tbody></table>	Sản phẩm	Đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp	Đạm Phú Mỹ	89%	47%	Thương mại	11%	4%	Tổng cộng	100%	33%	
Sản phẩm	Đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp											
Đạm Phú Mỹ	89%	47%											
Thương mại	11%	4%											
Tổng cộng	100%	33%											

Nguồn: DPM và ước tính của VCSC

See important disclosure at the end of this document



## Nội dung cập nhật

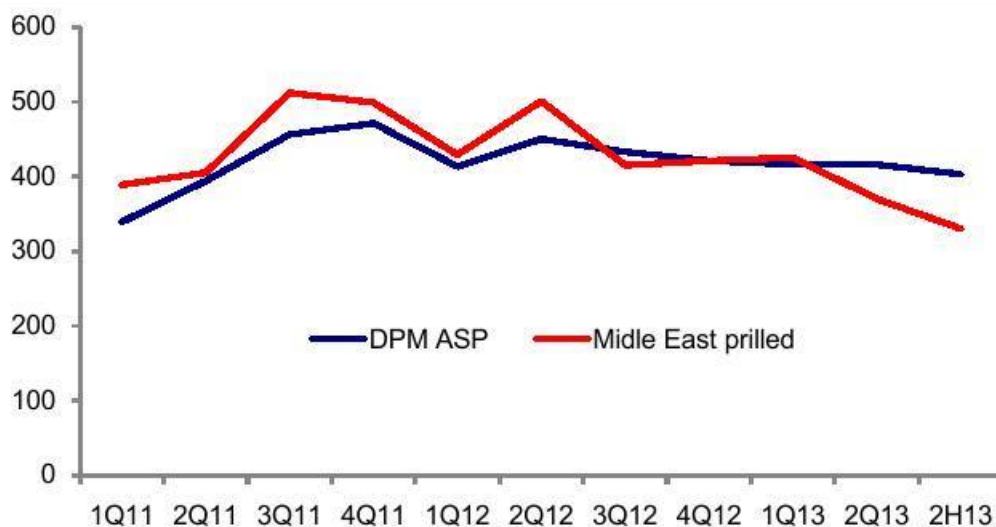
- Giá bán của DPM cao hơn so với giá u-rê hạt trong của thế giới
- Tổng kết KQLN 6 tháng đầu năm 2013
- Điều chỉnh tăng dự báo KQLN do giá bán trung bình vẫn ở mức cao, vượt dự báo trước đây
- Tổng kết mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền với giá bán được điều chỉnh
- So sánh với các công ty phân bón khác cho thấy DPM giao dịch với giá cổ phiếu thấp hơn đáng kể

## Giá u-rê có xu hướng tiếp tục giảm nhưng giá bán trung bình của DPM rất có thể sẽ duy trì ở mức cao

Giá u-rê hạt trong của Trung Đông hiện ở mức 372USD/tấn (giá CIF), giảm 16% so với hồi đầu năm và 22% so với cùng kỳ. Fertecon cho biết giá u-rê sẽ tiếp tục giảm trong 6 tháng cuối năm 2013 do công suất ngày càng tăng. Trong kế hoạch dự báo của mình, Fertecon đã đưa ra 65 nhà máy u-rê dự kiến sẽ đi vào hoạt động và ước tính đến năm 2020 sẽ tăng công suất toàn thế giới 30%. Việc mở rộng công suất chủ yếu do việc khai thác khí shale tại Mỹ, các mỏ khí mới tại Brazil và khí tự nhiên chi phí thấp tại Trung Đông và Châu Phi. Các yếu tố này hiện đang góp phần làm giảm chi phí sản xuất của các nhà máy u-rê từ khí.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng DPM sẽ có thể duy trì giá bán cao hơn so với giá thế giới (5% theo dự báo của chúng tôi). Chúng tôi cho rằng DPM có khả năng kiểm soát giá bán u-rê trong nước vì DPM và DCM có tổng thị phần 80% tại Việt Nam, cạnh tranh với đạm nhập từ Trung Quốc. Ngoài ra, chất lượng cũng quyết định sự lựa chọn của nông dân.

Hình 1: Giá u-rê DPM cao hơn so với giá u-rê hạt trong của Trung Đông (Giá CIF, USD/tấn)



Nguồn: DPM và Bloomberg (u-rê hạt trong Trung Đông, GCFPURME Index)

## Tuy nhiên, Đạm Cà Mau ngày càng cạnh tranh trực tiếp.

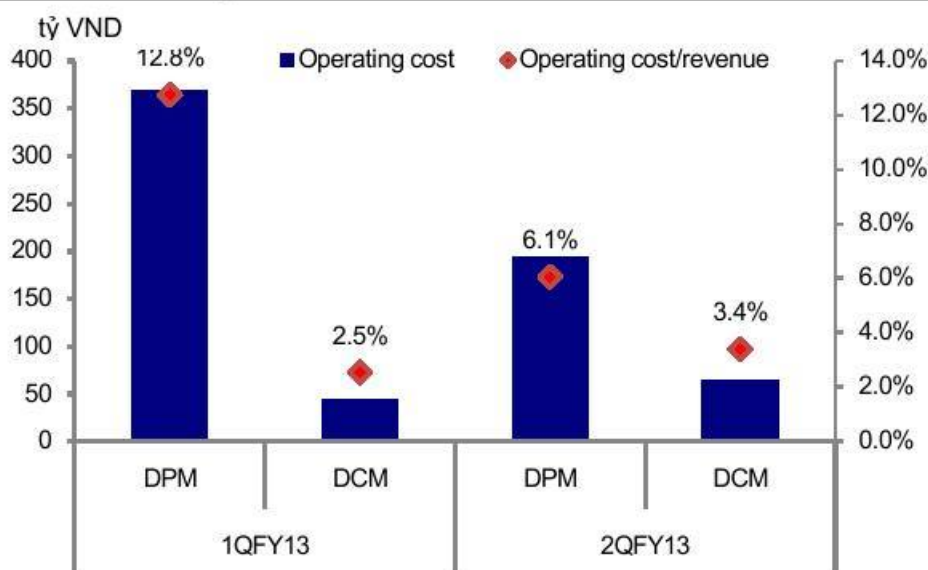
Trong báo cáo ngày 07/02/2013, chúng tôi đã lưu ý rằng DCM đã trở thành đối thủ cạnh tranh trực tiếp của DPM nhờ vị trí thuận lợi hơn và giá cả thấp hơn. DCM có nhà máy tại vựa lúa chính của Việt Nam là Đồng bằng sông Cửu Long. Trong Quý 4/2012, DPM đã bán 189.000 tấn u-rê trong khi DCM bán được 132.000 tấn. Trong 6 tháng đầu năm 2013, chênh lệch đã thu hẹp đáng kể do DPM bán được 460.000 tấn còn DCM bán được 407.000 tấn. Về mặt giá

cả, giá u-rê của DPM cao hơn 18% so với giá u-rê hạt trong của Trung Đông trong khi giá bán của DCM chỉ cao hơn 5%.

Hiện tại, giá u-rê của DCM bán cho đại lý (411USD/tấn) thấp hơn so với của DPM (420USD/tấn). Chúng tôi cho rằng DPM phải trả hoa hồng cao hơn cho các đại lý để duy trì thị phần tại khu vực miền Nam.

Trong khi đó, giá bán cho nông dân của DCM (434USD/tấn) thấp hơn so với của DPM (458USD/tấn) nhờ kênh phân phối của DCM đơn giản và tiết kiệm khi phí hơn. Nhà máy của DCM có vị trí chiến lược tại vựa lúa chính của Việt Nam là Đồng bằng sông Cửu Long. Nhà máy có dây chuyền vận chuyển tự động, kết nối máy đóng gói tại một đầu với tàu chở hàng sẵn sàng vận chuyển tại đầu kia. Trong khi đó, nhà máy của DPM phải vận chuyển sản phẩm đến cảng Thị Vải và sau đó đưa lên tàu chở đến Đồng bằng sông Cửu Long.

Hình 2: So sánh chi phí điều hành và doanh thu của DCM và DPM:





## KQLN 6 tháng đầu năm 2013

Lợi nhuận ròng 6 tháng đầu năm của DPM giảm 17% do một số nguyên nhân:

- Doanh thu giảm 14%
- Chi phí hoạt động tăng 3%
- Thu nhập từ tiền lãi giảm 26%

Hình 3: Tổng kết KQLN 6 tháng đầu năm 2013

Tỷ đồng	6T đầu 2012	6T đầu 2013	YoY %	Ghi chú
Doanh thu	7.089	6.100	-14%	Sản lượng và giá bán giảm
Giá vốn hàng bán	4.625	3.917	-15%	
Lợi nhuận gộp	2.464	2.183	-11%	
Chi phí hoạt động	545	562	3%	Chi phí bán hàng và hoa hồng tăng
Lợi nhuận từ hoạt động	1.919	1.621	-16%	
Biên LN hoạt động	27,1%	26,6%		
LN/lỗ từ ngoài HĐKD	303	219	-28%	Thu nhập từ tiền lãi giảm 26%
Chi phí lãi vay	1	2	280%	
LN trước thuế	2.221	1.838	-17%	
LN sau thuế	1.969	1.626	-17%	
LNST trừ lợi ích CĐTS	1.940	1.602	-17%	

Nguồn: DPM

DPM đã công bố KQLN hợp nhất Quý 2/2013. Theo đó, doanh thu đạt 3.216 tỷ VND (giảm 26% so với cùng kỳ) và lợi nhuận ròng đạt 908 tỷ VND (giảm 12% so với cùng kỳ). Như vậy, tổng doanh thu 6 tháng đầu năm 2013 của công ty đạt 6.100 tỷ đồng (giảm 14% so với cùng kỳ) trong khi lợi nhuận ròng đạt 1.626 tỷ đồng (giảm 17%). Biên lợi nhuận từ hoạt động giảm nhẹ từ 27,1% trong 6 tháng đầu năm 2012 xuống 26,6% trong 6 tháng đầu năm 2013.

Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý là trong 6 tháng đầu năm 2012, DPM đã bán 157.155 tấn đạm của DCM nhưng ngưng phân phối cho DCM vào tháng 11/2012. Biên lợi nhuận từ hoạt động phân phối sản phẩm cho Nhà máy Đạm Phú Mỹ là 2% trong khi từ u-rê do DPM sản xuất là 38%. Vì vậy, chúng tôi cho rằng năm nay DPM phải tăng chi phí hoa hồng để bán sản phẩm của Nhà máy đạm Phú Mỹ, do đó, biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh không cải thiện so với năm 2012.

Hình 4: Lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2013 theo từng lĩnh vực

	Đơn vị	6T đầu 2012	6T đầu 2013	YoY
Doanh thu từ DPM	tỷ VND	4.657	4.238	-9%
<i>Sản lượng</i>	<i>tấn</i>	<i>514.609</i>	<i>476.271</i>	<i>-7%</i>
<i>Giá bán trung bình</i>	<i>USD/tấn</i>	<i>431</i>	<i>420</i>	<i>-3%</i>
Doanh thu từ DCM	tỷ VND	1.538	-	
<i>Sản lượng</i>	<i>tấn</i>	<i>157.155</i>	<i>-</i>	
<i>Giá bán trung bình</i>	<i>USD/tấn</i>	<i>466</i>	<i>-</i>	
Doanh thu từ thương mại	tỷ VND	590	1.156	96%
<i>Sản lượng</i>	<i>tấn</i>	<i>79.057</i>	<i>152.414</i>	<i>93%</i>
<i>Giá bán trung bình</i>	<i>USD/tấn</i>	<i>355</i>	<i>361</i>	<i>2%</i>
Doanh thu khác	tỷ VND	304	706	132%
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>tỷ VND</b>	<b>7.089</b>	<b>6.100</b>	<b>-14%</b>
<b>LN ròng</b>	<b>tỷ VND</b>	<b>1.939</b>	<b>1.602</b>	<b>-17%</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>%</i>	<i>27,4%</i>	<i>26,3%</i>	

Nguồn: DPM & dự báo của VCSC

## Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra

Với KQLN 6 tháng đầu năm 2013 và triển vọng giá u-rê đã được điều chỉnh, chúng tôi xin điều chỉnh lại một số dự báo như sau, qua đó dự báo lợi nhuận 2013 được điều chỉnh giảm 12%, thay vì giảm 21%. Với những thay đổi này, dự báo doanh thu tăng 1.209 tỷ đồng và dự báo lợi nhuận tăng 268 tỷ đồng, lần lượt cao hơn 13% và 11% so với dự báo trước đây của chúng tôi. Dự báo hiện nay của chúng tôi như sau: doanh thu đạt 10.369 tỷ VND (giảm 22% so với năm 2012), và lợi nhuận ròng đạt 2.656 tỷ VND (giảm 12%).

Hình 5: Tổng kết điều chỉnh dự báo của VCSC năm 2013

tỷ đồng	2012A	Dự báo 2013 trước đây	YoY % earlier	Dự báo 2013 (hiện nay)	YoY % (hiện nay)	Ghi chú
Doanh thu	13.322	9.160	-31%	10.369	-22%	Điều chỉnh giá bán cao hơn 5% so với giá của Fertecon
Lợi nhuận gộp	4.324	3.011	-30%	3.615	-16%	
Lợi nhuận từ HĐ	3.013	2.113	-30%	2.594	-14%	
Lãi/lỗ từ ngoài HĐKD	530	584	10%	521	-2%	Lãi suất huy động giảm
Chi phí lãi vay	(2)	(1)	-50%	(4)	108%	
LN trước thuế	3.542	2.696	-24%	3.111	-12%	
LN sau thuế	3.068	2.412	-21%	2.694	-12%	
LNST trừ lợi ích CĐT	3.017	2.388	-21%	2.656	-12%	

Nguồn: Dự báo của VCSC

Hình 6: Tổng kết diễn biến giá bán trung bình trong giai đoạn dự báo

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
2013 (dự báo trước đây của VCSC)	430	391	381	343	350	377
2013 (dự báo hiện nay của VCSC)	430	410	400	362	369	396
Chênh lệch	0%	5%	5%	5%	5%	5%

Nguồn: Dự báo của VCSC

Giống như DPM, chúng tôi sử dụng triển vọng giá u-rê của Fertecon để đưa ra giá u-rê trong nước. Sau khi xem xét diễn biến giá u-rê từ năm 2005 đến năm 2011, chúng tôi nhận thấy giá u-rê Fertecon có xu hướng biến động mạnh hơn so với giá u-rê tại Việt Nam. Vì vậy, chúng tôi dùng giá bán trung bình của DPM là 430USD/tấn làm giá tham chiếu và áp dụng dự báo tỷ lệ tăng/giảm của Fertecon để đưa ra dự báo về giá cả.

## Định giá

Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra đối với DPM là 43.900VND, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền, giả định phần bù rủi ro thị trường là 8% và lãi suất phi rủi ro là 9%. Chúng tôi giả định hệ số beta là 1,2 lần, với WACC tương ứng là 18,6%.

Hình 7: Tổng kết mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền:

Tỷ đồng		Các giả định chính	
Phương pháp định giá	CKDT 5 năm	WACC	18,6%
Giá mục tiêu	43.927	Thuế suất	13,4%
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu	8.374	Chi phí CSH	18,6%
Giá trị hiện tại	2.990	Lãi suất phi rủi ro	9,0%
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu và giá trị hiện tại	11.364	Phí bảo hiểm rủi ro CSH	8,0%
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	5.629	Hệ số beta	1,20
Nợ ngắn và dài hạn	36	Chi phí nợ	18,0%
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	Tỷ lệ nợ	11,9%
Giá trị vốn CSH	16.585	Tăng trưởng cuối cùng	2,0%
Giá trị doanh nghiệp	17.030		
EV/EBITDA	5,0x		

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>FFCF</b>					
Lợi nhuận từ hoạt động	3.115	2.921	2.328	1.964	2.227
trừ: thuế có điều chỉnh	(417)	(391)	(312)	(295)	(334)
cộng: khấu hao	269	247	226	226	53
trừ: Đầu tư XDCB	(415)	(186)	(154)	(157)	(167)
Δ thay đổi giá trị vốn hóa	(252)	(207)	(151)	(174)	(174)
Dòng tiền tự do	2.301	2.384	1.937	1.565	1.604
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.636	1.429	979	667	576



## So sánh với một số công ty phân bón khác

DPM, với P/E 2013 là 5,8 lần, giao dịch với giá thấp hơn hẳn (45%) so với các công ty phân bón khác tại các thị trường mới nổi trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương với P/E trung bình là 10,6 lần. So sánh một cách tương đối, chúng tôi xin lưu ý là ROE của DPM (26,9%) cao hơn so với mức ROE trung bình của các công ty phân bón khác là 14,9%.

Hình 6: Một số công ty phân bón khác trong khu vực:

Công ty	Mã	GTVH (triệu USD)	P/E 2013 (ước tính)	P/B	EV/ EBITDA	ROE
<b>Đạm Phú Mỹ</b>	<b>DPM VN Equity</b>	<b>726,6</b>	<b>5,8</b>	<b>1,4</b>	<b>5,0</b>	<b>26,9</b>
DONGYUE GROUP	189 HK Equity	896,4	4,8	1,1	3,6	14,7
COROMANDEL INTERNATIONAL LTD	CRIN IN Equity	752,3	7,6	2,2	7,8	18,8
JUBILANT LIFE SCIENCES LTD	JOL IN Equity	214,1	2,7	0,6	4,6	6,4
GUJARAT STATE FERT & CHEMICA	GSFC IN Equity	304,6	3,6	1,3	5,2	22,3
CHINA XLX FERTILISER LTD	CXLX SP Equity	265,8	4,6	0,7	4,9	16,3
FAUJI FERTILIZER BIN QASIM	FFBL PA Equity	382,0	5,6	3,5	5,3	49,3
ANHUI JINHE INDUSTRIAL CO –A	002597 CH Equity	477,2	9,5	1,7	11,3	8,2
RESPONSIVE INDUSTRIES LTD	RESP IN Equity	365,9	12,7	3,7	5,1	13,7
GRAPHITE INDIA LTD	GRIL IN Equity	210,8	6,9	0,8	5,1	8,0
NANJING HONGBAOLI CO LTD -A	002165 CH Equity	462,1	16,4	2,8	9,6	8,6
RALLIS INDIA LTD	RALI IN Equity	422,0	14,5	4,4	15,2	20,3
PI INDUSTRIES LTD	PI IN Equity	273,9	9,5	3,3	9,5	22,7
GUANGDONG DELIAN GROUP CO –A	002666 CH Equity	477,3	11,6	2,1	14,0	14,1
SOLAR INDUSTRIES INDIA LTD	SOIL IN Equity	241,1	9,7	2,7	9,2	23,8
BEIJING LIER HIGH-TEMPERATUR	002392 CH Equity	615,8	12,7	1,7	18,5	6,2
SICHUAN EM TECHNOLOGY CO-A	601208 CH Equity	606,6	16,4	1,7	23,0	6,2
CNNC HUA YUAN TITANIUM –A	002145 CH Equity	603,6	18,0	3,3	13,4	0,9
YANTAI ZHENGHAI MAGNETIC M-A	300224 CH Equity	663,4	17,5	3,0	14,8	11,3
SHENZHEN CAPCHEM TECHNOLOG-A	300037 CH Equity	569,4	17,5	3,0	1,5	10,7
<b>Trung bình</b>		<b>463,4</b>	<b>10,6</b>	<b>2,3</b>	<b>9,6</b>	<b>14,9</b>

Nguồn: Bloomberg



Phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy giá bán trung bình thay đổi 5,0% thì giá mục tiêu thay đổi 8% và thu nhập ròng thay đổi 10%.

Hình 7: Phân tích độ nhạy

Giá u-rê (USD/tấn)	+/-	Lợi nhuận	+/-	Giá mục tiêu	Tăng/giảm
310	-24%	1.309	-51%	28.850	-31%
330	-20%	1.578	-41%	31.864	-24%
350	-15%	1.848	-30%	34.878	-17%
370	-10%	2.117	-20%	37.894	-10%
390	-5%	2.386	-10%	40.910	-3%
<b>410</b>	<b>0%</b>	<b>2.656</b>	<b>0%</b>	<b>43.927</b>	<b>4%</b>
430	5%	2.925	10%	46.944	12%
450	10%	3.195	20%	49.962	19%
470	15%	3.464	30%	52.980	26%
490	20%	3.733	41%	55.999	33%
510	24%	4.003	51%	59.018	40%

Nguồn: Ước tính của VCSC

## Cổ tức

### Tăng cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2012

ĐHCD năm nay đã thông qua việc nâng cổ tức từ 2.500VND/cổ phiếu lên 4.500VND/cổ phiếu cho năm 2012 (lợi suất cổ tức 11,1%) và cổ tức bằng tiền mặt 2.500VND/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 6,2%) cho năm 2013.

Dự báo cổ tức	2012 (Thực tế)	2013 (Thông qua)
Cổ tức bằng cổ phiếu	N/A	N/A
Cổ tức bằng tiền mặt	4,500	2,500
Tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt	57%	38%
Lợi suất cổ tức	11.1%	6.2%

Lịch trả cổ tức	Ngày GD không hưởng quyền	Ngày đăng ký cuối	Ngày thanh toán	Tình trạng
Đợt 3 năm 2012, 2.500VND	20/05/2013	22/05/2013	20/06/2013	Đã thanh toán
Đợt 2 năm 2012, 1.000VND	03/12/2012	05/12/2012	24/12/2012	Đã thanh toán
Đợt 1 năm 2012, 1.500VND	12/09/2012	14/09/2012	25/09/2012	Đã thanh toán

## Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	2.884	3.216	n/a	n/a	6.100
LN gộp	1.081	1.102	n/a	n/a	2.183
Biên LN gộp (%)	37%	34%	n/a	n/a	36%
LN từ hoạt động	713	908	n/a	n/a	1.621
Biên LN hoạt động (%)	25%	28%	n/a	n/a	27%
LN ròng	705	898	n/a	n/a	1.603
Biên LN ròng (%)	24%	28%	n/a	n/a	26%

2012	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	2.729	4.361	3.374	2.859	13.322
LN gộp	1.167	1.297	957	903	4.324
Biên LN gộp (%)	43%	30%	28%	32%	32%
LN từ hoạt động	912	1.006	662	433	3.013
Biên LN hoạt động (%)	33%	23%	20%	15%	23%
LN ròng	925	1.013	556	524	3.017
Biên LN ròng (%)	34%	23%	16%	18%	23%

2011	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	2.032	2.504	2.313	2.377	9.227
LN gộp	851	940	1.039	1.206	4.035
Biên LN gộp (%)	42%	38%	45%	51%	44%
LN từ hoạt động	680	756	823	781	3.040
Biên LN hoạt động (%)	33%	30%	36%	33%	33%
LN ròng	623	823	812	846	3.104
Biên LN ròng (%)	31%	33%	35%	36%	34%

### Lịch công bố KQLN

	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/2013	Hợp nhất	18/04/2013
Q2/2013	Hợp nhất	20/08/2013
Q3/2013	Hợp nhất	20/10/2013
Q4/2013	Hợp nhất	25/01/2014
Dự báo cả năm 2013	Hợp nhất	25/01/2014



## Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
<b>KQLN</b>				
Doanh thu thuần	9.227	13.322	10.369	9.293
- Giá vốn hàng bán	-5.191	-8.997	-6.754	-6.074
Lợi nhuận gộp	4.035	4.324	3.615	3.219
- Chi phí bán hàng	-493	-637	-496	-444
- Chi phí quản lý DN	-503	-674	-525	-470
LN thuần HĐKD	3.040	3.013	2.594	2.304
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-39	-5	-4	-3
- Lợi nhuận khác	537	535	525	620
EBIT	3.538	3.544	3.115	2.921
- Chi phí lãi vay	-28	-2	-4	-2
Lợi nhuận trước thuế	3.510	3.542	3.111	2.919
- Thuế TNDN	-370	-474	-417	-391
LNST	3.141	3.068	2.694	2.528
- Lợi ích CĐTS	-36	-51	-39	-36
LNST cổ đông CT Mẹ	3.104	3.017	2.656	2.492
 EBITDA	 3.708	 3.738	 3.385	 3.169
Số CP lưu hành (triệu)	380	380	380	380
EPS	7.930	6.980	6.550	5.220

<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	39,4%	44,4%	-22,2%	-10,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	85,2%	-0,9%	-13,9%	-11,2%
Tăng trưởng EBIT	83,3%	0,2%	-12,1%	-6,2%
Tăng trưởng EPS	82,3%	-2,8%	-12,0%	-6,2%

<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43,7%	32,5%	34,9%	34,6%
Tỷ suất LNST	34,0%	23,0%	26,0%	27,2%
ROE %	42,9%	34,9%	26,9%	21,7%
ROA %	37,6%	30,9%	23,8%	19,8%

<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	64,4	47,3	57,8	57,7
Số ngày phải thu	4,5	2,6	5,8	13,1
Số ngày phải trả	26,0	14,6	21,3	22,2
TG luân chuyển tiền	42,9	35,3	42,3	48,6

<b>Chỉ số TK/đơn bầy TC</b>				
CS thanh toán hiện hành	6,99	5,16	7,41	9,74
CS thanh toán nhanh	5,65	4,32	6,56	8,81
CS thanh toán tiền mặt	4,71	4,03	6,01	8,09
Nợ / Tài sản	0,00	0,00	0,00	0,00
Nợ / Vốn sử dụng	0,00	0,00	0,00	0,00
Nợ / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	126,8	2.288	749	1.404

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và tương đương	5.629	6.910	8.306	9.265
+ Đầu tư TC ngắn hạn	62	62	62	62
+ Các khoản phải thu	46	284	382	422
+ Hàng tồn kho	1.171	968	954	903
+ Tài sản ngắn hạn khác	295	295	295	295
Tổng tài sản ngắn hạn	7.204	8.519	9.999	10.947
+ Tài sản dài hạn	8.389	8.804	8.990	9.144
+ Khấu hao lũy kế	-5.766	-6.035	-6.283	-6.509
+ Tài sản dài hạn	2.623	2.768	2.707	2.635
+ Đầu tư tài chính dài hạn	84	76	76	76
+ Tài sản dài hạn khác	670	670	670	670
Tổng tài sản dài hạn	3.377	3.514	3.452	3.380
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>10.581</b>	<b>12.033</b>	<b>13.451</b>	<b>14.327</b>
 + Phải trả ngắn hạn	 398	 389	 350	 305
+ Vay và nợ ngắn hạn	28	0	0	0
+ Phải trả ngắn hạn khác	970	761	677	560
Nợ ngắn hạn	<b>1.396</b>	<b>1.150</b>	<b>1.027</b>	<b>866</b>
+ Vay và nợ dài hạn	8	0	0	0
+ Phải trả dài hạn	11	11	11	11
Nợ dài hạn	19	11	11	11
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.415</b>	<b>1.161</b>	<b>1.037</b>	<b>876</b>
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	3.800	3.800	3.800	3.800
+ LN chưa phân phối	5.160	6.866	8.408	9.445
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	206	206	206	206
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.165</b>	<b>10.871</b>	<b>12.413</b>	<b>13.450</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>10.581</b>	<b>12.032</b>	<b>13.451</b>	<b>14.326</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Tiền đầu năm	<b>4.070</b>	<b>5.629</b>	<b>6.910</b>	<b>8.306</b>
Lợi nhuận sau thuế	<b>3.017</b>	<b>2.656</b>	<b>2.492</b>	<b>1.987</b>
+ Khấu hao lũy kế	213	269	247	226
+ Thay đổi vốn lưu động	-118	0	0	0
+ Điều chỉnh khác	735	-252	-207	-151
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>3.846</b>	<b>2.673</b>	<b>2.532</b>	<b>2.063</b>
+ Chi mua sắm TSCĐ	-372	-415	-186	-154
+ Đầu tư khác	-60	0	0	0
<b>Tiền từ đầu tư</b>	<b>-432</b>	<b>-415</b>	<b>-186</b>	<b>-154</b>
+ Cổ tức đã trả	-1.882	-950	-950	-950
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	27	-28	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-1.855</b>	<b>-978</b>	<b>-950</b>	<b>-950</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.559	1.281	1.396	959
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>5.629</b>	<b>6.910</b>	<b>8.306</b>	<b>9.265</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Như Hoa, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15  
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Trưởng phòng cao cấp**  
Tôn Minh Phương, ext 146  
[phuong.ton@vcsc.com.vn](mailto:phuong.ton@vcsc.com.vn)

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Ngô Bích Vân, ext 130

**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

**CV cao cấp**, Nguyễn Thế Anh, ext 194

**CV vĩ mô**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM +84  
8 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**Chuyên viên**, Đặng Văn Pháp, ext 143

**Chuyên viên**, Nguyễn Tri Định, ext 149

**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
27/08/2013	NĂM GIỮ	40.800	43.900
07/02/2013	GIẢM	46.800	41.600
06/11/2012	NĂM GIỮ	34.900	35.800
25/07/2012	MUA	36.200	44.100
09/07/2012	MUA	34.000	44.100