

Ngành Vật liệu cơ bản

Báo cáo cập nhật

08 tháng 10, 2013

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **43.600**

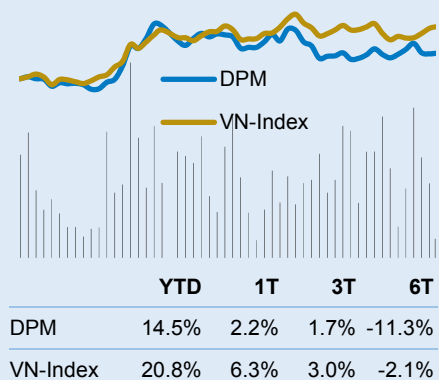
Giá thị trường (08/10/2013) 41.100

Lợi nhuận kỳ vọng 6,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	31.910-46.000
Vốn hóa	15.691 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	379.934.260 CP
KLGD bình quân 10 ngày	510.882 CP
% sở hữu nước ngoài	28,94%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.500 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	11%
Beta	0,93

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí

Mã giao dịch: DPM

Reuters: DPM.HM

Bloomberg: DPM VN

Nhà máy dừng sửa chữa ảnh hưởng lớn tới KQKD Q3

Dự báo KQKD Q3/2013. Chúng tôi dự báo DPM sẽ đạt khoảng 2.183 tỷ đồng doanh thu và 415 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong quý 3/2013.

- ❑ **Giá urea.** Tương đồng với dự báo của BVSC trong báo cáo cập nhật Q2/2013, giá urea trong nước trong Q3 đã có xu hướng sụt giảm. Trung bình trong Q3/2013, chúng tôi ước tính giá urea Phú Mỹ giảm khoảng 12% so với Q2/2013, vào khoảng 8,1 triệu VNĐ/tấn. Nguyên nhân chính là do giá thế giới tiếp tục sụt giảm và nhu cầu tiêu thụ trong nước không cao.
- ❑ **Sản lượng urea Phú Mỹ.** DPM đã dừng sản xuất để tiến hành bảo dưỡng định kỳ 25 ngày từ ngày 5/9/2013 do đó sản lượng sản xuất của DPM có thể chỉ đạt khoảng 156.000 tấn, giảm 28% so với trung bình của 2 quý đầu năm và sản lượng tiêu thụ của DPM có thể chỉ tương đương sản lượng sản xuất do lượng hàng tồn kho ở cuối Q2 còn ở mức khá thấp (khoảng 30.000 – 40.000 tấn theo ước tính của chúng tôi).

Triển vọng 2013. Trong Q4/2013, giá bán urea có thể tăng lên do bước vào vụ thu đông và nhà máy đi vào hoạt động bình thường sẽ giúp sản lượng tiêu thụ Q4 cao hơn so với Q3/2013. Chúng tôi ước tính trong cả năm 2013, DPM có thể đạt 11.089 tỷ đồng doanh thu và 2.547 tỷ LNST, giảm 17% về doanh thu và 17% về lợi nhuận so với 2012.

Khuyến nghị. Chúng tôi vẫn đánh giá DPM là cổ phiếu cơ bản tốt, hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định, rủi ro hoạt động thấp và dòng cổ tức hấp dẫn. Tuy nhiên trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh quý 3 không khả quan sẽ là yếu tố tác động tiêu cực tới giá cổ phiếu DPM. Đồng thời mức giá hiện tại của DPM không phải là hấp dẫn so với định giá theo mô hình DCF của chúng tôi (43.600 VNĐ/cổ phần). Do đó chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** với cổ phiếu DPM.

Một số chỉ tiêu tài chính của DPM

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q3/2012	Q3/2013F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.227	13.322	11.089	3.374	2.183
EBITDA (tỷ đồng)	3.664	3.738	3.134	775	540
EBIT (tỷ đồng)	3.537	3.546	2.928	732	488
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	3.140	3.070	2.547	568	415
EPS (đồng/cổ phần)	8.168	7.945	6.692	1.496	1.093
P/E (x)	5,02	5,16	6,13	27,41	37,52
P/B (x)	1,98	1,81	1,70	1,81	1,70
ROA (%)	34%	29%	23%	5%	4%
ROE (%)	38%	34%	26%	6%	4%

Báo cáo cập nhật Q3/2013
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	61,75%
Sở hữu nước ngoài	28,94%
Sở hữu khác	9,31%

CÔNG ĐỒNG LỚN

Tập đoàn dầu khí quốc gia VN	61,75%
Deutsche Bank AG London	4,99 %
Deutsche Bank Aktiengesellschaft và Deutsche Asset Management (Asia) Limited	4,53 %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	6.630	6.619	9.227	13.322	11.089
Giá vốn	4.645	4.236	5.191	8.997	7.414
Lợi nhuận gộp	1.985	2.383	4.035	4.324	3.675
Doanh thu tài chính	181	343	527	568	456
Chi phí tài chính	82	81	74	7	3
Lợi nhuận sau thuế	1.343	1.702	3.140	3.070	2.547

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	2.906	3.748	4.070	5.629	5.933
Các khoản phải thu ngắn hạn	191	250	467	194	425
Hàng tồn kho	569	671	1.166	1.171	1.187
Tài sản cố định hữu hình	933	899	1.218	1.170	964
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	453	371	575	574	574
Tổng tài sản	6.351	7.419	9.370	10.580	11.178
Nợ ngắn hạn	559	897	776	1.192	1.238
Nợ dài hạn	235	264	19	19	14
Vốn chủ sở hữu	5.488	6.194	8.300	8.960	9.723
Tổng nguồn vốn	6.351	7.419	9.370	10.580	11.178

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	2%	0%	39%	44%	-17%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-3%	27%	84%	-2%	-17%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	30%	36%	44%	32%	33%
Lợi nhuận thuần biên (%)	20%	26%	34%	23%	23%
ROA (%)	23%	25%	37%	31%	23%
ROE (%)	26%	29%	43%	36%	27%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	13%	16%	8%	11%	11%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	13%	19%	10%	14%	13%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.527	4.533	8.168	7.945	6.692
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.399	16.213	20.685	22.627	24.125

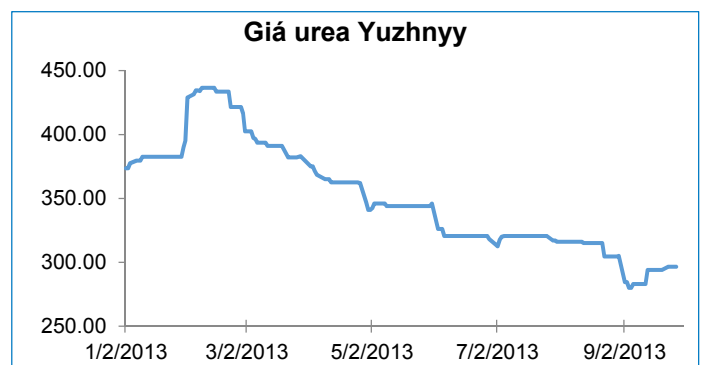
Nhà máy dừng sửa chữa ảnh hưởng lớn tới KQKD Q3 của DPM

Chúng tôi dự báo DPM sẽ đạt khoảng 2.183 tỷ đồng doanh thu và 415 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong quý 3/2013. Sản lượng tiêu thụ giảm do nhà máy dừng để bảo dưỡng và giá đầu ra ở mức thấp là nguyên nhân khiến cho kết quả kinh doanh của DPM trong quý 3/2013 giảm so với quý trước và cùng kỳ 2012.

Giá urea. Tương đồng với dự báo của BVSC trong báo cáo cập nhật Q2/2013, diễn biến giá urea trong nước trong Q3/2013 đã có xu hướng sụt giảm. Giá urea Phú Mỹ có thời điểm xuống mức 8.150 VNĐ/kg vào cuối tháng 8, thấp hơn gần 20% so với mức giá cao nhất trong Q2/2013 (10.050 VNĐ/kg). Trung bình trong Q3/2013, chúng tôi ước tính giá urea Phú Mỹ giảm khoảng 12% so với Q2/2013, vào khoảng 8,1 triệu VNĐ/tấn. Nguyên nhân chính là do giá thế giới tiếp tục sụt giảm và nhu cầu tiêu thụ trong nước không cao:

- Giá urea thế giới liên tục giảm từ tháng 2/2013 đến nay. Nguyên nhân chính là do 80% các nhà máy sản xuất urea của Trung Quốc sử dụng nguyên liệu đầu vào là than thay vì khí tự nhiên như nhiều quốc gia khác. Việc giá than sụt giảm mạnh đã khiến giá thành sản xuất urea của Trung Quốc cạnh tranh hơn nhiều và thúc đẩy hoạt động sản xuất, xuất khẩu của quốc gia này. Hiệu suất sử dụng của các nhà máy urea Trung Quốc đã tăng từ mức 75% lên khoảng 90%, tương đương tăng 20% về sản lượng trong năm 2013 khiến giá urea liên tục giảm và đạt mức thấp nhất trong vòng 4 năm trở lại đây vào đầu tháng 9/2013 (280 USD/tấn – urea Yuzhnyy) khi Chính phủ Trung Quốc khuyến khích xuất khẩu bằng cách giảm mạnh thuế từ mức 77% xuống 2% do Q3 là mùa vụ thấp điểm tại quốc gia này. Tuy nhiên, giá urea sau khi chạm đáy đã có dấu hiệu hồi phục trong vòng 2 tuần trở lại đây. Điều này được lý giải bằng việc giá đã giảm xuống mức tương đương điểm hòa vốn (280 USD/tấn) của một số nhà máy tại Ukraina (một trong những quốc gia chính sản xuất urea) do đó nếu tiếp tục giảm sâu hơn sẽ khiến nhiều nhà máy thua lỗ và phải đóng cửa, làm giảm nguồn cung và kích thích giá tăng.

Thuế suất XK urea của Trung Quốc qua các giai đoạn	
Chỉ tiêu	
Giá tham chiếu (TC)	RMB 2.260/tấn
Kỳ thuế thấp	1/7-31/10
Giá XK ≤ Giá TC	Thuế suất 2%
Giá XK > Giá TC	Thuế suất = 1.02 - Giá TC/Giá XK
Kỳ thuế cao	1/7-30/6 và 1/11 - 31/12
Giá XK ≤ Giá TC	Thuế suất 77%
Giá XK > Giá TC	Thuế suất = 77% - Giá TC/Giá XK



Nguồn: China National Chemical Information Center, Bloomberg, BVSC

- Trong nước, nhu cầu tiêu thụ urea trong Q3/2013 ở mức thấp do thời điểm cấy lúa vụ hè thu đã qua và người dân đã bắt đầu tiến hành thu hoạch. Trong khi nguồn cung trong nước khá dồi dào khi tổng sản lượng sản xuất tháng 7 và tháng 8/2013 của cả nước đạt 332.900 tấn, tăng 38% so với cùng kỳ 2012 (Thống kê của Bộ công thương) cùng với việc giá thế giới giảm đã khiến giá phân đạm trong nước giảm tương đối mạnh trong Q3.

Sản lượng urea Phú Mỹ. Hệ thống khí Nam Côn Sơn đã tiến hành sửa chữa trong vòng 10 ngày từ 7/9 – 16/9/2013, do đó lượng khí cung cấp cho DPM và các nhà máy điện có liên quan bị sụt giảm mạnh. Tuy nhiên đây cũng trùng với thời điểm DPM dừng sản xuất để tiến hành bảo dưỡng định kỳ 25 ngày từ ngày 5/9/2013, do vậy sự cố Nam Côn Sơn không ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Với việc dừng sản xuất gần 1 tháng, sản lượng sản xuất của DPM có thể chỉ đạt khoảng 156.000 tấn, giảm 28% so với trung bình của 2 quý đầu năm và sản lượng tiêu thụ của DPM có thể chỉ tương đương sản lượng sản xuất do lượng hàng tồn kho ở cuối Q2 còn ở mức khá thấp (khoảng 30.000 – 40.000 tấn theo ước tính của chúng tôi).

Sản lượng phân bón tự doanh. Để bù đắp vào lượng urea thiếu hụt do nhà máy dừng sản xuất gần 1 tháng, DPM sẽ phải tăng nhập khẩu phân bón và urea Cà Mau. Tuy nhiên, tình hình thị trường trong Q3 khá trầm lắng do đó chúng tôi giả định lượng phân bón tự doanh này đạt 100.000 tấn và doanh thu tự doanh vào khoảng 786 tỷ đồng.

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2013 của DPM

Chỉ tiêu	Q3/2012	Q3/2013F	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	3.374	2.183	-35%	10.463	8.282	-21%
- LNTT (tỷ đồng)	729	488	-33%	2.950	2.317.63	-21%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	568	415	-27%	2.537	2.032	-20%

Nguồn: DPM, BVSC ước tính

Triển vọng 2013

Chúng tôi ước tính trong năm 2013, DPM có thể đạt 11.089 tỷ đồng doanh thu và 2.547 tỷ LNST, giảm 17% về doanh thu và 17% về lợi nhuận so với 2012 do giá bán giảm 6%, sản lượng thấp hơn 5% và giá khí đầu vào tăng 2%.

Dự báo kết quả kinh doanh 2013 của DPM

Chỉ tiêu	2012	2013F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	13.322	11.089	-17%	Sản lượng. Tình hình tiêu thụ trong quý 4/2013 sẽ trở nên khả quan hơn nhiều so với quý 3/2013 do bước vào vụ lúa đông xuân khiến nhu cầu tiêu thụ ở mức cao và nhà máy DPM đi vào hoạt động trở lại. Chúng tôi ước tính sản lượng urea Phú Mỹ Q4 có thể đạt 220.000 tấn và lũy kế cả năm 2013, DPM có thể tiêu thụ được 858.000 tấn urea sản xuất, tăng 7% so với kế hoạch đặt ra. Sản

lượng phân bón nhập khẩu và urea Cà Mau được chúng tôi giả định bằng trung bình 2 quý đầu năm khi nhà máy hoạt động bình thường.

Giá bán. Nhu cầu tiêu thụ phân bón trong Q4 sẽ tăng lên khi bước vào vụ lúa thu đông. Tuy nhiên do nguồn cung dồi dào, giá urea có thể sẽ chỉ tăng nhẹ và chúng tôi giả định giá urea Phú Mỹ trong Q4/2013 trung bình ở mức 8,2 triệu VNĐ/tấn và giá trung bình năm 2013 ở mức 8,6 triệu VNĐ/tấn.

Sản lượng sản xuất của DPM có thể đạt 808.000 tấn, giảm khoảng 6% so với năm 2012. Giá khí đầu vào của DPM đã tăng lên 2% mức 6,56 USD/mmBTU từ ngày 1/1/2013 và tỷ giá năm 2013 được điều chỉnh tăng, tuy nhiên do sản lượng giảm, tổng chi phí khí của DPM năm 2013 có thể vào khoảng 2.909 tỷ đồng, giảm khoảng 2% so với 2012.

Giá vốn	8.997	7.414	-18%
Lợi nhuận gộp	4.324	3.675	-15%
Chi phí tài chính	568	456	-20%
Chi phí BH	7	3	-52%
Chi phí QLDN	3.544	2.928	-17%
LN sau thuế	3.070	2.547	-17%
EPS	7.945	6.692	-16%

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi vẫn đánh giá DPM là cổ phiếu cơ bản tốt, hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định, rủi ro hoạt động thấp và dòng cổ tức hấp dẫn. Cổ tức dự kiến chia trong năm 2013 khoảng 4.500 VNĐ/cổ phần, tương đương 11% giá cổ phiếu ngày 8/10/2013. Tuy nhiên trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh quý 3 không khả quan sẽ là yếu tố tác động tiêu cực tới giá cổ phiếu DPM. Đồng thời mức giá hiện tại của DPM không phải là quá hấp dẫn so với định giá theo mô hình DCF của chúng tôi (43.600 VNĐ/cổ phần). Do đó chúng tôi giữ nguyên đánh giá **NEUTRAL** với cổ phiếu DPM.

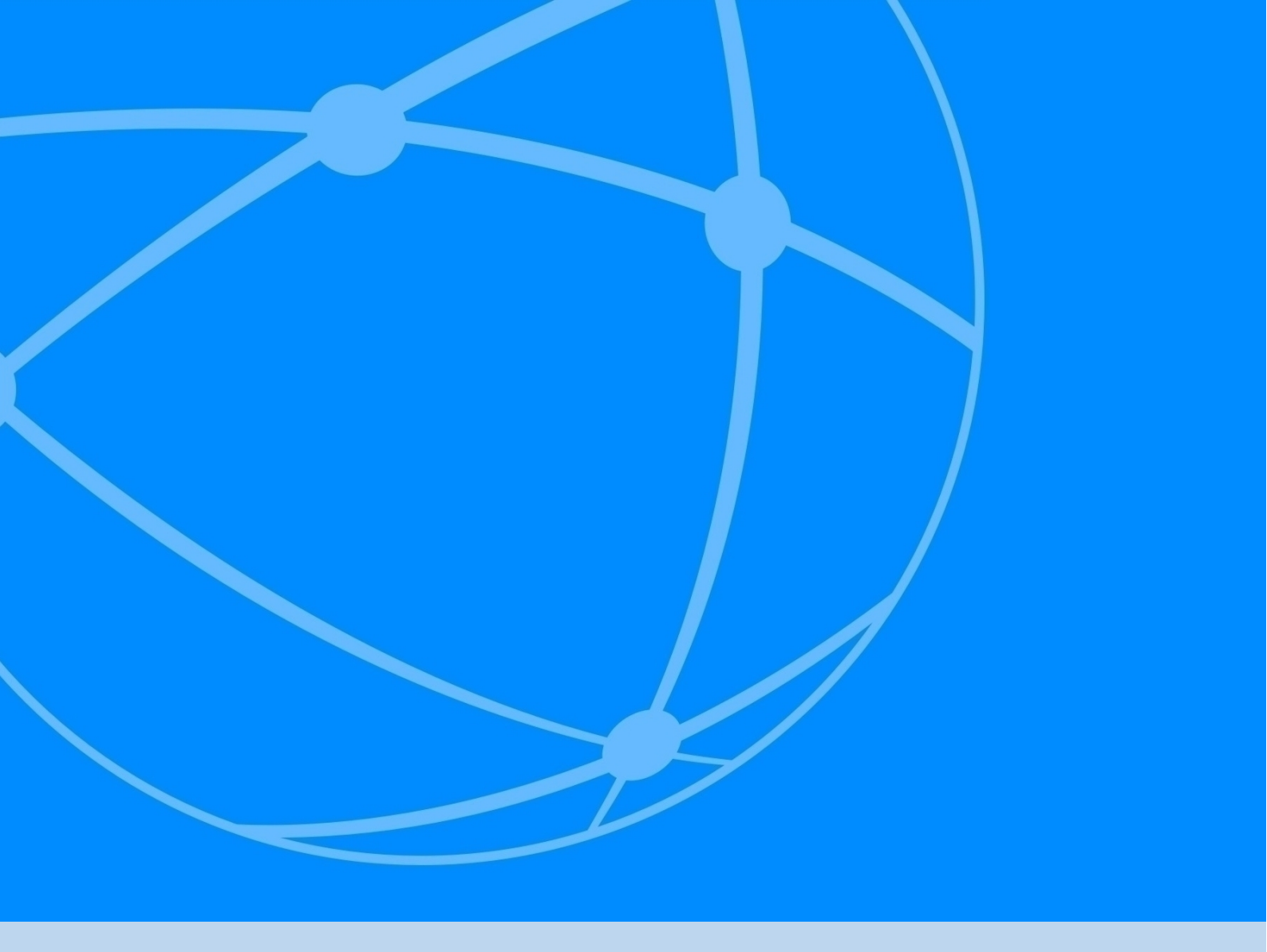
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999