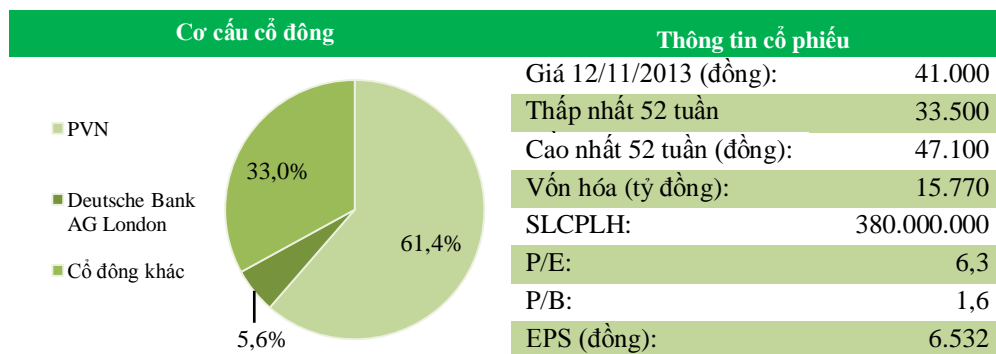


TỔNG CT PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ - DPM



Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	9T2013	2013F
DTT (tỷ đồng)	9.227	13.322	8.002	10.344
+/- yoy (%)	39,4%	44,4%	23,5%	-24,1%
LNST (tỷ đồng)	3.140	3.068	1.988	2.410
+/- yoy (%)	84,0%	-2,3%	-21,6%	-21,4%
TTS (tỷ đồng)	9.370	10.581	10.581	11.409
+/- yoy (%)	26,1%	12,9%	-6,9%	7,0%
VCSH (tỷ đồng)	8.317	8.960	8.960	10.358
+/- yoy (%)	32,8%	8,9%	-10,6%	2,3%
Nợ/TTS (%)	9,5%	13,4%	13,4%	9,2%
TS LN gộp (%)	43,7%	32,5%	34,9%	36,1%
TS LN ròng (%)	34,0%	23,0%	24,8%	23,2%
BV (đồng)	19.892	21.689	23.582	27.263
EPS - TTM (đồng)	8.220	7.991	6.532	6.239
ROA - TTM (%)	33,4%	28,5%	23,4%	21,9%
ROE - TTM (%)	37,7%	33,6%	28,9%	24,6%

Nguồn: VCBS tổng hợp

- DT quý 3 đạt 1.902,3 tỷ đồng (-43,6% yoy) và LNST đạt 371,1 tỷ đồng (-34,7% yoy). Lũy kế 9T.2013, DT đạt 8.000,9 tỷ đồng (-23,5% yoy, đạt 79,2% KH năm), LNST đạt 1.988,3 tỷ đồng (-21,6% yoy, đạt 104% KH năm). DT Q3.2013 giảm mạnh do hai nguyên nhân chính (i) Giá bán trung bình giảm 10% yoy; (ii) DPM đã ngưng bao tiêu sản phẩm Đạm Cà Mau từ tháng 11.2012.
- Trong tháng 9, nhà máy của DPM đã dừng hoạt động 25 ngày theo lịch bảo dưỡng định kỳ, tuy nhiên điều này không tác động tiêu cực lên sản lượng đạm tiêu thụ của DPM trong Q3, bởi công ty đã có kế hoạch gia tăng sản xuất ngay từ đầu năm cũng như tăng nhập khẩu.
- Chúng tôi ước tính DT cả năm 2013 sẽ đạt 100% KH năm đã điều chỉnh, tuy nhiên vẫn thấp hơn 24,1% so với thực hiện năm 2012 và LNST sẽ đạt khoảng 2.410 tỷ đồng (-21,4% yoy, vượt 25,8% KH năm).
- Trong thời gian tới, chúng tôi quan ngại DPM sẽ gặp nhiều khó khăn nếu không đầu tư cải tiến công nghệ và nâng cấp sản phẩm. Tuy nhiên chúng tôi cũng kỳ vọng DPM sẽ sử dụng hợp lý lượng tiền mặt vào các kế hoạch đầu tư trong tương lai. Chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ cổ phiếu này vì mục tiêu trung hạn, bao gồm cổ tức và cổ phiếu thưởng, và cả tiềm năng đầu tư phát triển trong dài hạn.

NỘI DUNG:

- KQKD Q3 và 9T.2013, Trang 2
- Dự báo KQKD Q4 và cả năm 2013, Trang 4
- Khuyến nghị đầu tư, Trang 4

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 6

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi
+84 8 3820 5510 (ext. 402)
lhathi@vcbs.com.vn

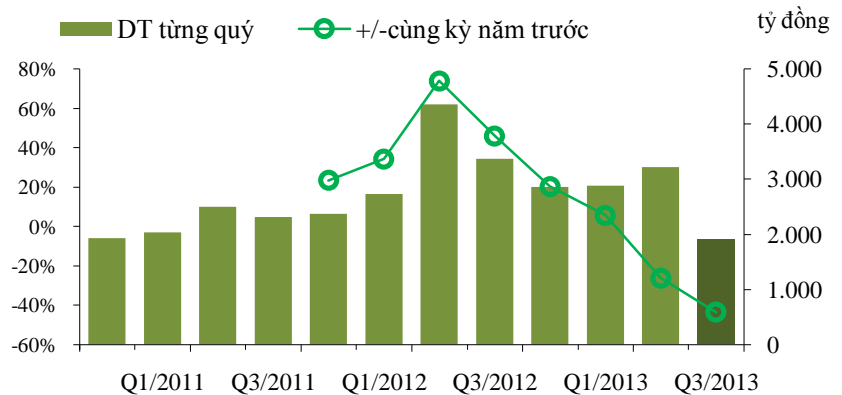
13.11.2013
Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS

Lợi nhuận ròng 9 tháng đầu năm 2013 giảm 21,6% yoy, nhưng vẫn vượt 4% KH cả năm 2013

DT Q3.2013 giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước do hai nguyên nhân chính: (1) Giá bán bình quân chỉ đạt 8.100 đồng/kg (-10% yoy); (2) DPM đã ngưng bao tiêu sản phẩm Đạm Cà Mau từ tháng 11.2012.

Kết quả BCTC hợp nhất Q3 và 9T.2013: DT quý 3 đạt 1.902,3 tỷ đồng (-43,6% yoy) và LNST đạt 371,1 tỷ đồng (-34,7% yoy). Lũy kế 9T.2013, DT đạt 8.000,9 tỷ đồng (-23,5% yoy, đạt 79,2% KH năm), LNST đạt 1.988,3 tỷ đồng (-21,6% yoy, đạt 104% KH năm). Tháng 10.2013, DPM đã điều chỉnh một số chỉ tiêu kế hoạch năm 2013, trong đó doanh thu hợp nhất giảm từ 10.710 tỷ đồng xuống còn 10.100 tỷ đồng do giảm sản lượng sản phẩm Đạm Cà Mau.

Biến động DT theo từng quý



Nguồn: DPM, VCBS tổng hợp

Theo giải trình của doanh nghiệp, DT Q3.2013 giảm mạnh 43,6% so với cùng kỳ năm trước do hai nguyên nhân chính: (1) Giá phân đạm liên tục giảm từ đầu năm đến nay, trong Q3 giá bán bình quân chỉ đạt khoảng 8.100 đồng/kg (-10% yoy), thậm chí đến cuối tháng 9 chỉ còn khoảng 7.800 đ/kg; (2) DPM đã ngưng bao tiêu sản phẩm Đạm Cà Mau từ tháng 11.2012, khiến DT Q3 năm nay giảm đáng kể.

Giá bán trung bình giảm do yếu tố thời vụ, diễn biến cung cầu trong nước và vấn đề phân bón kém chất lượng, hàng giả. Theo Bộ Công Thương, sản lượng tiêu thụ phân bón trong Q3 không cao do yếu tố thời vụ, người dân đang chuẩn bị thu hoạch lúa Hè Thu nên nhu cầu phân bón giảm. Ngược lại, sản lượng u rê sản xuất vẫn liên tục tăng lên do có sự tham gia của các nhà máy mới (Đạm Ninh Bình, Đạm Cà Mau). Tính đến cuối tháng 9, năng lực sản xuất phân bón trong nước đã đáp ứng được trên 80% nhu cầu phục vụ sản xuất nông nghiệp, điều này gia tăng áp lực cạnh tranh và tác động đến giá bán u rê. Ngoài ra, theo thống kê từ Tổng Cục Hải Quan, kim ngạch nhập khẩu phân bón các loại trong 9 tháng đầu năm nay đạt 3,36 triệu tấn (+20,5% yoy) và đạt trị giá 1,26 tỷ USD (+5,3% yoy), trong đó sản lượng u rê nhập khẩu lên đến 546,3 nghìn tấn (+25,1% yoy) và đạt trị giá 184,4 triệu USD (+2,7% yoy). Gần một nửa sản lượng u rê nhập khẩu có nguồn gốc từ Trung Quốc, vốn có giá bán thấp hơn khoảng 1.000-1.500 đồng/kg so với giá của các đơn vị sản xuất trong nước. Điều này khiến áp lực phải giảm giá bán của các doanh nghiệp trong nước ngày càng lớn. Đó là chưa kể đến tình trạng đang có rất nhiều loại phân bón giả, kém chất lượng đã gây thiệt hại cho cả các nhà sản xuất phân bón như DPM và người nông dân.

Sự sụt giảm DT Q3 còn có thể do nguyên nhân giảm sản lượng u rê Phú Mỹ. Do không bao tiêu sản phẩm Đạm Cà Mau nên DT Q3 năm nay chỉ bao gồm DT sản phẩm trong nước do chính DPM sản xuất và DT sản phẩm nhập khẩu. Theo thuyết minh BCTC, DT sản phẩm trong nước trong Q3.2013 chỉ đạt 1.406,8 tỷ đồng, giảm 55,6% so với cùng kỳ năm trước. Nếu loại bỏ phần DT sản phẩm Đạm Cà Mau ra khỏi DT sản phẩm trong nước Q3.2012 (khoảng 1.150 tỷ đồng) thì

sự sụt giảm chỉ còn khoảng 30,2% yoy. Do doanh thu sản phẩm u rê Phú Mỹ chiếm khoảng 95% DT sản phẩm trong nước, nên có thể suy luận rằng DT u rê Phú Mỹ trong Q3 năm nay cũng sụt giảm khoảng 28-30% yoy. Ngoài ra, do giá bán bình quân u rê Phú Mỹ trong Q3.2013 chỉ giảm khoảng 10% yoy, nên chúng tôi cho rằng sản lượng kinh doanh u rê Phú Mỹ trong Q3 năm nay giảm gần 20% so với cùng kỳ năm trước. Điều này chứng tỏ rằng DPM đang gặp khó khăn trong việc cạnh tranh với các đơn vị sản xuất trong nước khác và hàng nhập khẩu.

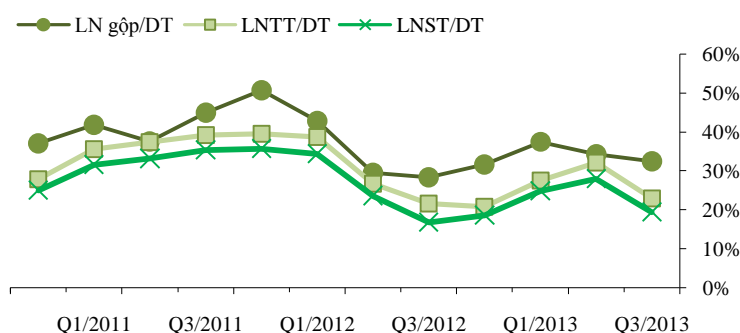
Tác động của đợt bảo dưỡng nhà máy lên kết quả DT Q3 không lớn. Trong tháng 9, nhà máy của DPM đã phải dừng hoạt động 25 ngày theo lịch bảo dưỡng định kỳ, tuy nhiên chúng tôi cho rằng việc bảo dưỡng này tác động không lớn đến kết quả DT Q3 của DPM, bởi công ty đã có kế hoạch gia tăng sản xuất ngay từ đầu năm cũng như tăng nhập khẩu. Tuy đã trải qua vụ Hè Thu nhưng giá trị hàng tồn kho đến cuối Q3 vẫn lên đến 1.562,9 tỷ đồng, tăng 33,4% so với thời điểm cuối năm trước. Ngoài ra, DT nhập khẩu trong Q3 đã tăng đến 137,5% yoy, chiếm tỷ trọng đến 26,1% DTT (trong Q3.2012 là 6,2% DTT), tỷ suất LN gộp biên cũng lên đến 13,1%, cao hơn rất nhiều so với mức 1,3% của cùng kỳ năm trước.

GVHB Q3 giảm mạnh hơn so với mức giảm của DT. GVHB trong Q3 và lũy kế 9T đầu năm nay giảm tương ứng 46,9% và 26,1% yoy, điều này khiến LN gộp Q3 và 9T đạt lần lượt 617,7 tỷ đồng và 2.800,3 tỷ đồng, giảm tương ứng 35,5% và 18% yoy. GVHB Q3 giảm mạnh chủ yếu là do: (1) DPM không còn bao tiêu sản phẩm Đạm Cà Mau (GVHB trong Q3.2012 khoảng 1.050 tỷ đồng); (2) Giá thành sản phẩm do chính DPM sản xuất đã tăng khoảng 10% yoy.

Tỷ suất LN gộp Q3 vẫn cao hơn so với cùng kỳ năm trước. Tuy LN gộp Q3 giảm 35,5% yoy về giá trị, cũng như giá thành đạm tăng 10% yoy, nhưng tỷ suất LN gộp Q3 vẫn duy trì trên 32% và cao hơn mức 28,4% của cùng kỳ năm trước. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân của mức tăng tỷ suất LN này, ngoài yếu tố Đạm Cà Mau (thống kê cho thấy tỷ suất LN gộp Q3.2013 cũng cao hơn so với giai đoạn từ Q2 đến Q4.2012, vốn là khoảng thời gian DPM phân phối rất nhiều sản phẩm của Đạm Cà Mau), còn có sự đóng góp từ hàng nhập khẩu.

Lợi nhuận ròng giảm mạnh trong Q3 và 9T.2013. Theo giải trình của DPM, do không còn bao tiêu sản phẩm Đạm Cà Mau nên tổng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong Q3 đạt 284,2 tỷ đồng (-3,9% yoy). Lũy kế 9 tháng đầu năm, tổng hai loại chi phí này đạt 846,7 tỷ đồng (+0,7% yoy). Như vậy có thể nói rằng những biến động trong sản lượng, giá bán và giá thành sản phẩm là những yếu tố chính khiến LNTT và LSNT trong Q3 chỉ đạt 435,1 và 371,1 tỷ đồng, giảm mạnh 40,3% và 34,7% so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế 9T đầu năm, LNTT đạt 2.264,5 tỷ đồng (-23,2% yoy, vượt 40% KH 9 tháng và vượt 7% KH cả năm) và LNST đạt 1.988,3 tỷ đồng (-21,6% yoy, vượt 4% KH năm).

Tỷ suất LN từng quý



Nguồn: DPM, VCBS tổng hợp

Dự báo KQKD Q4.2013 đạt thấp hơn Q4.2012, cả năm LNST đạt 2.219 tỷ đồng, vượt 16% KH năm

Chúng tôi ước tính DT cả năm 2013 sẽ vượt 2% KH năm đã điều chỉnh, tuy nhiên vẫn thấp hơn 24,1% so với thực hiện năm 2012. LNST sẽ đạt khoảng 2.410 tỷ đồng (-21,4% yoy, vượt 25,8% KH năm).

DPM đã đưa ra kế hoạch SXKD Q4 khá thận trọng, theo đó DT và LNST được ước tính ở mức 1.849 tỷ đồng (-35,3% yoy) và 192 tỷ đồng (-64% yoy), tuy nhiên, thực tế trong mấy năm qua, kế hoạch của công ty thường thấp hơn nhiều so với thực hiện. Nguyên nhân kế hoạch DT và LNST Q4 giảm mạnh do những khó khăn đang hiện hữu trên thị trường phân bón trong nước, cũng như do không còn phân phối sản phẩm của Đạm Cà Mau. Hiện nông dân đang chuẩn bị giống và thuốc cho vụ Đông Xuân, theo đó nhu cầu phân bón dự báo sẽ gia tăng, tuy nhiên do cả bốn nhà máy Ninh Bình, Hà Bắc, Phú Mỹ và Cà Mau đều đang vận hành gần hết công suất thì nguồn cung có thể đạt 2,2 triệu tấn đạm trong năm nay, vượt nhu cầu khoảng 200 ngàn tấn và chưa kể đến lượng nhập khẩu. DPM cũng cho rằng, vụ lúa tới chỉ giúp cải thiện về sản lượng tiêu thụ, còn giá bán sẽ đi ngang và thậm chí có khả năng giảm.

Chúng tôi vẫn tin rằng DT Q4 sẽ đạt cao hơn 2.000 tỷ đồng nhờ yếu tố vụ Đông Xuân. Theo dự báo của một số chuyên gia trong ngành, sau những thiệt hại do dùng phải rất nhiều loại phân bón giả, kém chất lượng trong vụ Hè Thu vừa qua, người nông dân đang quay trở lại với những sản phẩm có uy tín, thương hiệu. Đây rõ ràng là lợi thế đối với DPM và cũng là cơ sở cho niềm tin về kết quả kinh doanh Q4 khả quan hơn của chúng tôi.

Lợi nhuận ròng cả năm 2013 sẽ giảm 21,4% yoy, tuy nhiên vẫn vượt khá xa 25,8% kế hoạch năm. Chúng tôi ước tính DT cả năm 2013 sẽ đạt 10.344 tỷ đồng, vượt 2% KH năm đã điều chỉnh, tuy nhiên vẫn thấp hơn 24,1% so với thực hiện năm 2012 và LNST đạt khoảng 2.410 tỷ đồng (-21,4% yoy, vượt 25,8% KH năm), theo đó EPS 2013 đạt 6.239 đồng/cp, P/E forward khoảng 6,6 lần, khá thấp so với mức P/E dự phóng các công ty lớn trong ngành dầu khí như GAS (trên 10 lần), PVD (8 lần)...

Khuyến nghị đầu tư: NẮM GIỮ

Khuyến nghị Nắm giữ vì mục tiêu trung hạn, bao gồm cổ tức và (có thể là) cổ phiếu thưởng.

Tuy vẫn đang duy trì tình trạng tài chính tốt và đặc biệt là lượng tiền mặt rất lớn, tuy nhiên kết quả sụt giảm DT và LN ròng trong Q3 và 9 tháng đầu năm nay, cũng như DPM chưa có kế hoạch đầu tư lớn nào trong năm sau, ngoại trừ hai dự án nhỏ là dự án nâng cấp xưởng sản xuất NPK và dự án UFC nâng cấp độ cứng cho hạt đạm, khiến chúng tôi bắt đầu lo ngại về sức cạnh tranh cũng như tiềm năng phát triển trong tương lai của DPM. Công ty cũng đã mở chi nhánh ở Campuchia và văn phòng đại diện ở Myanmar, tuy nhiên sự đóng góp tại chi nhánh còn thấp, ngoài ra chúng tôi cũng chưa thể đánh giá được tiềm năng phát triển của công ty tại Myanmar.

Chúng tôi vẫn đánh giá DPM là cổ phiếu đáng quan tâm do khả năng trả cổ tức bổ sung và chia tách cổ phiếu trong thời gian tới. (1) Về vấn đề trả cổ tức, chúng tôi cho rằng DPM sẽ cân nhắc việc trả thêm khoảng 2.000 đồng/cp cổ tức tiền mặt cho cổ đông (công ty đã thanh toán cổ tức đợt 1/2013 là 2.500 đồng/cp trong tháng 10 vừa qua), cũng như mức cổ tức năm sau dự báo sẽ tương đương 40%-45% mệnh giá. Tuy điều này phụ thuộc phần lớn vào PVN, nhưng chúng tôi tin rằng tập đoàn sẽ sớm chấp thuận. Với mức cổ tức bổ sung này, tỷ lệ cổ tức/thị giá sẽ vào khoảng 4,8%.

(2) Về vấn đề chia thưởng cổ phiếu, lãnh đạo DPM chưa có kế hoạch trong vài năm tới, tuy nhiên theo chúng tôi vấn đề này vẫn sẽ lại được đưa ra bàn luận trong kỳ ĐHCĐ. Lưu ý rằng DPM nằm trong diện PVN thoái vốn từ 61,4% về 51% sau năm 2015, căn cứ theo QĐ 46/QĐ-TTg ngày 05/01/2013 về việc tái cơ cấu tập đoàn PVN. Do đó, chúng tôi cho rằng DPM nên công bố sớm việc chia thưởng cổ phiếu để tạo sức thu hút đến các nhà đầu tư trước khi PVN thoái vốn.

Trong thời gian tới, chúng tôi quan ngại DPM sẽ gặp nhiều khó khăn nếu không đầu tư cải tiến công nghệ và nâng cấp sản phẩm. Ngoài ra, giá urê sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp với tình trạng cung vượt cầu, điều này sẽ có thể thu hẹp biên lợi nhuận của DPM. Tuy nhiên, chúng tôi cũng kỳ vọng DPM sẽ sử dụng hợp lý lượng tiền mặt vốn rất lớn vào các kế hoạch đầu tư trong tương lai. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu này vì mục tiêu trung hạn, bao gồm cổ tức và (có thể là) cổ phiếu thưởng.

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân 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.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812