

## Ngành Vật liệu xây dựng

Báo cáo cập nhật nhanh

11 tháng 04, 2014

Khuyến nghị **UNDERPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **32.000**

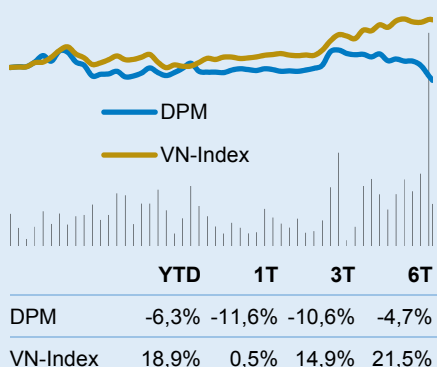
Giá thị trường (11/04/2014) 40.000

Lợi nhuận kỳ vọng -20%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	38.800-48.700
Vốn hóa	15.197 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	379.934.260 CP
KLGD bình quân 10 ngày	2.177.608 CP
% sở hữu nước ngoài	28,27%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	5.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	12,5%
Beta	0,86

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

**Chế Thị Mai Trang**

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimai trang@baoviet.com.vn

# Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí

Mã giao dịch: DPM

Reuters: DPM.HM

Bloomberg: DPM VN

## Giá khí đầu vào có thể tăng mạnh trong quý 2/2014

**Giảm khuyến nghị từ NEUTRAL xuống UNDERPERFORM.** Chúng tôi thay đổi khuyến nghị đối với DPM từ NEUTRAL xuống UNDERPERFORM do giá khí đầu vào dự kiến có thể tăng mạnh trong quý 2/2014. Do mức giá GAS bán cho DPM chưa được xác định chính thức, do đó chúng tôi tạm ước tính dựa trên biên lợi nhuận gộp bình quân hoạt động cung cấp khí tự nhiên của GAS trong vòng 5 năm trở lại đây ở mức 19%. Theo đó, giá khí của DPM năm 2014 sẽ tăng khoảng 22% và giá hợp lý của DPM theo mô hình DCF là **32.000 VNĐ/cổ phần**. Với mức giá giao dịch hiện tại, P/E 2014 của Công ty ở mức 12,8x, không hấp dẫn so với mặt bằng chung của thị trường (14x), đặc biệt trong điều kiện tình hình kinh doanh của Công ty không khả quan. Do đó, chúng tôi giảm khuyến nghị từ NEUTRAL sang **UNDERPERFORM** đối với cổ phiếu DPM.

### Điều chỉnh giá khí đầu vào từ Q2/2014.

Nguồn khí trên thị trường Việt Nam được cung cấp bởi 3 mỏ chính: Nam Côn Sơn, Cửu Long và mỏ PM3. Tổng công ty khí Việt Nam - PV GAS là đơn vị cung cấp khí cho sản xuất điện, đạm và các hệ tiêu thụ công nghiệp khác. Mức giá mua của PV GAS tại các mỏ khác nhau là khác nhau dựa trên cơ sở trữ lượng mỏ khí, vị trí mỏ và tổng vốn đầu tư vào mỏ. Hiện, giá khí ở miền Đông (gồm khí Nam Côn Sơn và Cửu Long) thường thấp hơn khá nhiều so với giá khí miền Tây (khí PM3 Cà Mau).

Theo lộ trình tăng giá khí nhằm đảm bảo chính sách giá khí thống nhất trên thị trường, chúng tôi cho rằng giá khí tại các bể Nam Côn Sơn và Cửu Long sẽ được điều chỉnh bằng với giá khí tại PM3. Việc tăng giá khí theo dự đoán của chúng tôi có thể bắt đầu áp dụng từ Q2 năm nay. Năm 2013, PV GAS mua khí từ PVN với giá 2,94 USD/mmBTU. Tuy nhiên, nếu giá mua khí tăng lên theo giá dầu FO, giá khí 2014 của PV GAS sẽ vào khoảng 7,09 USD/mmBTU, tương ứng tăng 141%. Do vậy, PV GAS sẽ phải tăng giá cho các hệ tiêu thụ, bao gồm DPM.

**Sự khác biệt giữa giá bán khí cho DPM và Đạm Cà Mau.** DPM hiện sử dụng nguồn khí tự nhiên của 2 bể Nam Côn Sơn và bể Cửu Long, trong đó chủ yếu từ bể Cửu Long. Nguồn khí cung cấp cho Đạm Cà Mau (DCM) là từ mỏ PM3 thuộc bể Malay Thổ Chu.

- Khí của PM3 được PVN mua từ chủ mỏ sau đó cung cấp trực tiếp cho khách hàng. Giá khí mua tại PM3 được xác định dựa trên biến động của giá dầu (bằng 46% giá dầu FO trên sàn giao dịch Singapore được tính theo USD/mmBTU). Chi phí vận chuyển khí vào bờ là 0,92 USD/mmBTU. Theo đó, giá vốn của PVN cho khí tại nguồn PM3 năm 2013 chúng tôi ước tính vào khoảng 8 USD/mmBTU.

- Tại bể Cừu Long, khí được PVN bán cho PV GAS, sau đó PV GAS bán cho các hộ tiêu thụ trong đó có DPM. Giá khí PVN bán cho PV GAS không xác định theo biến động của giá dầu FO mà do PVN ấn định và thấp hơn nhiều so với giá khí của mỏ PM3 (năm 2013: giá khí PVN bán cho PV GAS là 2,94 USD/mmBTU).

Trước khi Đạm Cà Mau đi vào hoạt động năm 2012, giá khí PV GAS bán tại bể Cừu Long cho DPM được đồng nhất với giá khí bán cho các hộ sản xuất điện (khoảng 3,55 – 3,62 USD/mmBTU). Tuy nhiên, nếu vẫn tiếp tục cách thức này thì sau khi DCM hoàn thành, giá khí đầu vào của DPM và DCM chênh lệch rất lớn. Năm 2013, giá khí bán cho điện của bể Cừu Long chỉ khoảng 4,16 USD/mmBTU so với mức 8,56 USD/mmBTU của mỏ PM3.

Điều này sẽ tạo ra bất lợi lớn cho DCM bởi nhà máy vốn đã có chi phí khấu hao và lãi vay lớn, trong khi DPM đã khấu hao hết toàn bộ thiết bị chính từ năm 2011. Do vậy, năm 2012 khi DCM đi vào hoạt động, PVN hỗ trợ giá khí cho DCM thấp hơn mức thông thường và phần hỗ trợ được bù bằng cách tính giá khí cao hơn cho DPM. GAS đóng vai trò là người thu hộ phần chênh lệch và nộp lại cho PVN.

**Giá khí của DPM dự kiến sẽ được điều chỉnh lại theo giá dầu.** Nếu căn cứ theo hợp đồng mua bán khí cũ giữa PVN và PV GAS thì giá khí năm 2014 tại bể Cừu Long sẽ là 3,19 USD/mmBTU. Tuy nhiên, nếu xác định theo 46% giá dầu FO (tương tự như PM3) thì giá mua khí của PV GAS có thể khoảng 7,09 USD/mmBTU (giả định giá dầu FO năm 2014 ở mức 600 USD/tấn, là mức trung bình 2 năm trở lại đây do giá dầu FO không biến động nhiều). Như vậy giá mua khí của PV GAS sẽ cao hơn nhiều và PV GAS sẽ phải tăng giá cho các hộ tiêu thụ, bao gồm DPM. Hiện tại chúng tôi chưa biết chính xác mức tăng giá cuối cùng của PV GAS cho DPM, do đó chúng tôi tạm ước tính dựa trên mức biên lợi nhuận gộp của hoạt động cung cấp khí tự nhiên của PV GAS trong các năm trở lại đây.

Trong vòng 5 năm trở lại đây, hoạt động cung cấp khí tự nhiên của PV GAS có mức biên lợi nhuận gộp dao động từ 11% - 32% và trung bình là 19%. Nếu PV GAS giữ mức biên gộp này khi phân phối khí cho DPM từ Q2/2014 thì giá khí của DPM trung bình trong năm 2014 sẽ tăng khoảng 22% và lợi nhuận giảm 47% so với 2013. Chúng tôi thiết lập bảng phân tích độ nhạy xác định mức lợi nhuận của DPM dựa trên giả định về biên lợi nhuận gộp của PV GAS khi phân phối khí cho DPM như sau:

<b>Phân tích độ nhạy LNST DPM 2014</b>				
<b>Biên gộp của PV GAS</b>	<b>Giá khí từ Q2 (USD/mmBTU)</b>	<b>Giá khí TB 2014 (USD/mmBTU)</b>	<b>Lợi nhuận 2014 (tỷ VNĐ)</b>	<b>%yoy</b>
0%	7.09	6.99	1,554	-31%
9%	7.74	7.47	1,382	-39%
14%	8.09	7.74	1,285	-43%
<b>19%</b>	<b>8.45</b>	<b>8.01</b>	<b>1,188</b>	<b>-47%</b>
24%	8.80	8.27	1,095	-51%
29%	9.16	8.54	998	-56%
34%	9.51	8.81	900	-60%

Trong phương án tính toán của chúng tôi, giá khí bình quân năm 2014 được xác định dựa trên mức giá khí đầu vào trong quý 1 của DPM là 6,69USD/mmBTU. Chi phí khí của DPM năm 2013 chiếm khoảng 75% tổng chi phí sản xuất của Công ty. Việc tăng giá khí đầu vào do vậy sẽ ảnh hưởng lớn tới kết quả kinh doanh của DPM. Ngay cả trong trường hợp PV GAS chấp nhận hòa vốn khi phân phối khí cho DPM (biên gộp 0%) thì lợi nhuận của DPM có thể sẽ sụt giảm 31% trong năm 2014. Trong kịch bản kém lạc quan hơn, nếu PV GAS muốn duy trì tỷ suất lợi nhuận ổn định như các năm trước (19%), lợi nhuận của DPM chúng tôi dự báo sẽ giảm 47%.

**Giá bán urea 2014 dự báo giảm.** Giá bán urea Phú Mỹ trong Q1/2014 đã tiếp tục giảm do nguồn cung trong nước dồi dào và giá thế giới giảm, trung bình đạt khoảng 7.354 VNĐ/kg, giảm khoảng 3% so với Q4/2014 và giảm khoảng 18% so với cùng kỳ năm 2013. Trong năm 2014, chúng tôi giả định giá urea bình quân của DPM đạt 7,87 VNĐ/kg; giảm 7% so với 2013).

Như vậy, nếu việc tăng giá khí được thông qua sẽ là một bất lợi lớn đối với hoạt động kinh doanh của DPM. Hiện chúng tôi chưa rõ mức tăng cụ thể là bao nhiêu nhưng trong trường hợp mức tăng giá khí tại mỏ Cửu Long tương đương với mỏ PM3 như chúng tôi dự báo ở trên, lợi nhuận của DPM sẽ bị giảm một cách đáng kể. Trước thông tin kém lạc quan này, chúng tôi đánh giá UNDERPERFORM đối với cổ phiếu DPM.

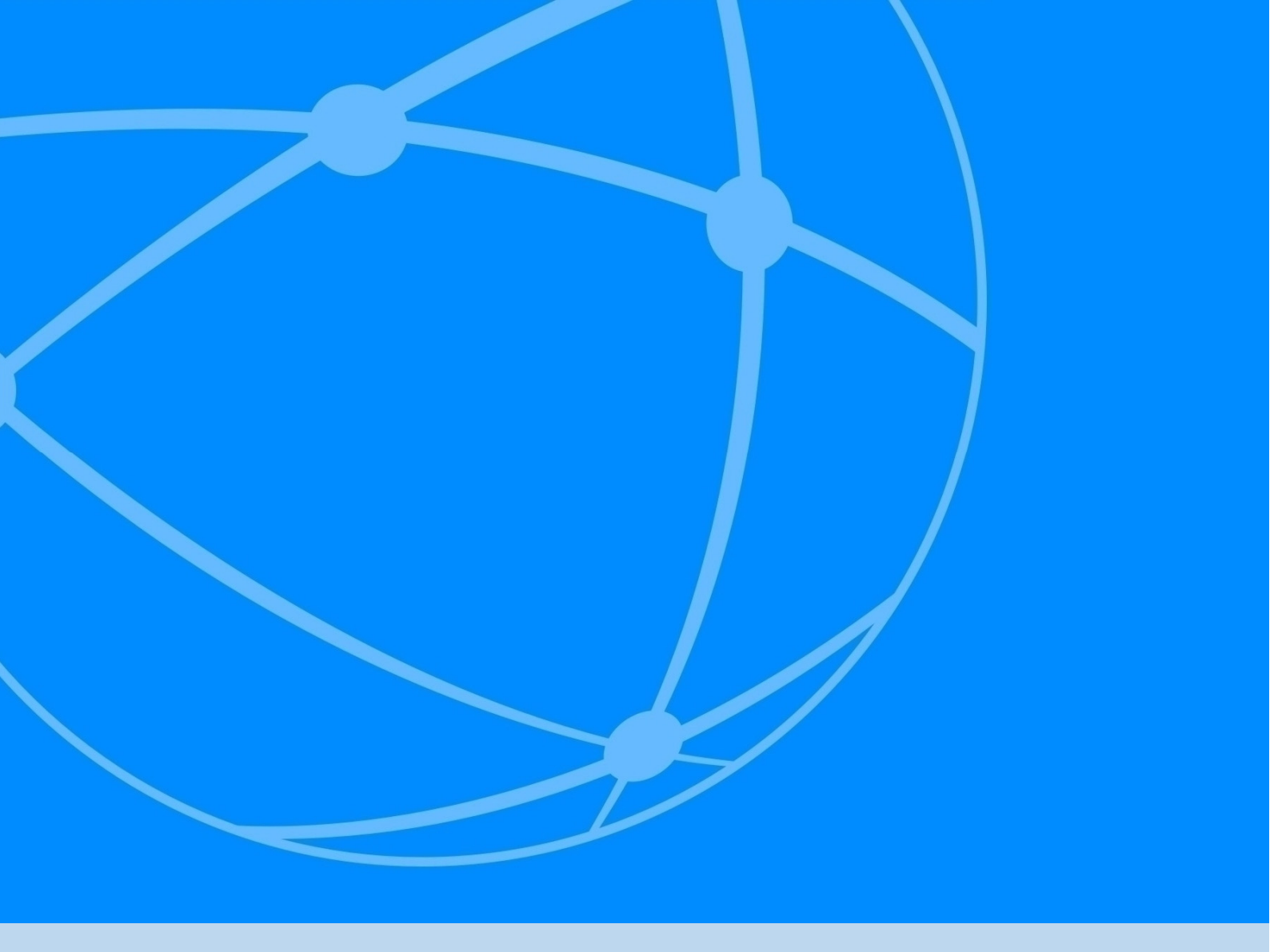
## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**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