

Ngành Phân bón

Báo cáo cập nhật

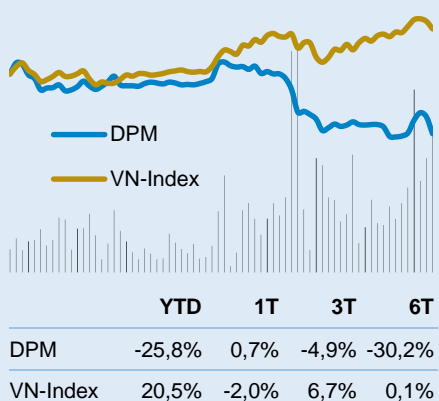
30 tháng 09, 2014

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VND)	34.000
Giá thị trường (30/09/2014)	30.400
Lợi nhuận kỳ vọng	11,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	27.690 - 43.020
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	11.550
SL cổ phiếu lưu hành	379.934.260
KLGD bình quân 10 ngày	1.198.772
% sở hữu nước ngoài	23,37%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8,2%
Beta	1,01

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Phi Hùng

(84 4) 3928 8080 ext 607

nguyenphihung@baoviet.com.vn

Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí

Mã giao dịch: DPM

Reuters: DPM.HM

Bloomberg: DPM VN

Lợi nhuận giảm mạnh so với cùng kỳ

Dự báo kết quả kinh doanh Q3-2014. Theo chúng tôi ước tính, trong quý 3/2014, DPM có thể đạt khoảng 2.210 tỷ đồng doanh thu và 218 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. So với cùng kỳ năm trước, doanh thu của DPM tăng 15,5% và lợi nhuận sau thuế giảm khoảng 41,6%. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2014, DPM đạt doanh thu khoảng 7.189 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế khoảng 890 tỷ đồng.

- ❑ **Giá bán urê Phú Mỹ tăng khoảng 2%.** Trong quý 3/2014, chính phủ đã tăng thuế nhập khẩu urê lên 6% từ đầu tháng 9/2014. Nhờ vậy, DPM có thể tăng được giá bán urê Phú Mỹ mà không làm ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ. Theo chúng tôi ước tính, giá bán trung bình của DPM trong quý 3/2014 đã tăng lên khoảng 2% so với quý trước.
- ❑ **Giá khí đầu vào tăng 16% so với cùng kỳ.** Từ năm 2014, giá khí đầu vào của DPM biến động theo giá dầu F.O trên sàn Singapore. Theo chúng tôi tính toán, giá khí đầu vào của DPM trong quý 3 ở mức khoảng 7,64 USD/mmBTU, giảm khoảng 2% so với quý trước và cao hơn 16% so với cùng kỳ năm 2013.
- ❑ **Sản lượng tiêu thụ tăng 14% so với cùng kỳ.** Theo chúng tôi ước tính, DPM đã tiêu thụ được khoảng 181.000 tấn urê Phú Mỹ trong quý 3/2014, tăng khoảng 14% so với cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân chủ yếu là do phân urê nhập khẩu có giá cao hơn (do thuế nhập khẩu tăng) đã giúp cho sản lượng urê của DPM tiêu thụ được tốt hơn.

Triển vọng 2014. Chúng tôi ước tính trong năm 2014, DPM có thể đạt 9.826 tỷ doanh thu và 1.346 tỷ lợi nhuận sau thuế, giảm 5% về doanh thu nhưng giảm 40% về lợi nhuận so với năm 2013. Nguyên nhân chủ yếu là do giá khí từ năm 2014 được tính theo giá thị trường, dẫn đến chi phí mua khí của DPM tăng cao so với năm trước.

Khuyến nghị. Nhìn chung, năm 2014 là một năm khó khăn đối với DPM khi giá khí đầu vào bị điều chỉnh theo giá thị trường, dẫn đến chi phí sản xuất tăng mạnh. Trong mô hình định giá dài hạn, chúng tôi tạm thời không xét tới các dự án mới công ty đang tiến hành đầu tư. Mức giá giao dịch hiện tại của DPM hiện chỉ thấp hơn 11,8% so với mức giá kỳ vọng về dài hạn của chúng tôi. Do đó chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DPM.

Một số chỉ tiêu tài chính của DPM

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014F	Q3/2013	Q3/2014F
Doanh thu (tỷ đồng)	13.322	10.363	9.826	1.902	2.210
EBITDA (tỷ đồng)	3.738	2.773	1.721	487	298
EBIT (tỷ đồng)	3.546	2.567	1.514	436	247
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	3.070	2.252	1.346	371	218
EPS (đồng/cổ phần)	7.945	5.830	3.537	962	574
P/E (x)	4,08	5,56	9,16	31,91	53,50
P/B (x)	1,43	1,41	1,57	1,16	1,30
ROA (%)	31%	21%	13%	3%	2%
ROE (%)	36%	25%	15%	4%	2%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	61,40%
Sở hữu nước ngoài	23,37%
Sở hữu khác	15,23%

CÔNG ĐỒNG LỚN

Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam	61,40%
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)	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	6.619	9.227	13.322	10.363	9.826
Giá vốn	4.236	5.191	8.997	7.011	7.353
Lợi nhuận gộp	2.383	4.035	4.324	3.352	2.473
Doanh thu tài chính	343	527	568	429	225
Chi phí tài chính	81	74	7	8	7
Lợi nhuận sau thuế	1.702	3.140	3.070	2.252	1.346

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	3.748	4.070	5.629	4.032	4.899
Các khoản phải thu ngắn hạn	250	467	194	246	376
Hàng tồn kho	671	1.166	1.171	1.341	1.050
Tài sản cố định hữu hình	899	1.218	1.170	1.257	1.068
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	371	575	574	552	553
Tổng tài sản	7.419	9.370	10.580	10.795	9.858
Nợ ngắn hạn	897	776	1.192	1.110	1.084
Nợ dài hạn	264	19	19	26	12
Vốn chủ sở hữu	6.194	8.300	8.960	9.335	8.654
Tổng nguồn vốn	7.419	9.370	10.580	10.795	9.858

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	0%	39%	44%	-22%	-5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	27%	84%	-2%	-27%	-40%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	36%	44%	32%	32%	25%
Lợi nhuận thuần biên (%)	26%	34%	23%	22%	14%
ROA (%)	25%	37%	31%	21%	13%
ROE (%)	29%	43%	36%	25%	15%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	16%	8%	11%	11%	11%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	19%	10%	14%	12%	13%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	4.533	8.168	7.945	5.830	3.537
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.213	20.685	22.627	22.976	20.676

Triển vọng Q3/2014

Dự báo kết quả kinh doanh Q3-2014. Theo chúng tôi ước tính, trong quý 3/2014, DPM có thể đạt khoảng 2.210 tỷ đồng doanh thu và 218 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. So với cùng kỳ năm trước, doanh thu của DPM tăng 15,5% và lợi nhuận sau thuế giảm khoảng 41,6%. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2014, DPM đạt doanh thu khoảng 7.189 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế khoảng 890 tỷ đồng.

- ❑ **Thuế nhập khẩu phân urê tăng gấp đôi.** Theo số liệu của Bộ công thương, sản lượng sản xuất urea của cả nước trong 7 tháng đầu năm đạt 1.24 triệu tấn, tăng 2,6% so với cùng kỳ năm 2013. Tuy nhiên, lượng phân bón tồn kho nhìn chung vẫn ở mức cao do phải cạnh tranh với phân bón giá rẻ từ Trung Quốc đang nhập khẩu vào Việt Nam, tạo ra áp lực lớn cho hoạt động sản xuất kinh của các doanh nghiệp sản xuất phân bón. Theo báo cáo mới nhất từ Bộ Công Thương, tồn kho phân bón nhìn chung ở mức cao, với số lượng gần 500.000 tấn, chưa kể lượng tồn kho phân bón nhập khẩu dồn từ năm 2013 chuyển sang. Đứng trước tình hình này, Bộ tài chính đã tăng thuế nhập khẩu phân urê và DAP từ 3% lên 6% kể từ đầu tháng 9/2014 để hạn chế lượng phân bón nhập khẩu.
- ❑ **Sản lượng tiêu thụ tăng 14% so với cùng kỳ.** Theo chúng tôi ước tính, DPM đã tiêu thụ được khoảng 181.000 tấn urê Phú Mỹ trong quý 3/2014, tăng khoảng 14% so với cùng kỳ năm trước. Theo chúng tôi, nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sản lượng tăng là do thuế nhập khẩu phân urê đã tăng gấp đôi từ đầu tháng 9/2014, làm cho giá phân bón nhập khẩu tại thị trường trong nước tăng cao và giúp các doanh nghiệp sản xuất urê trong nước tiêu thụ được tốt hơn. Ngoài ra, trong quý 3/2014, DPM cũng kinh doanh thương mại các loại phân bón khác với tổng sản lượng khoảng 68.000 tấn, bao gồm các loại phân bón như DAP, NPK, SA,...
- ❑ **Giá bán urê Phú Mỹ tăng khoảng 2%.** Trong quý 3/2014, chính phủ đã tăng thuế nhập khẩu urê lên 6% từ đầu tháng 9/2014. Nhờ vậy, DPM có thể tăng được giá bán urê Phú Mỹ mà không làm ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ. Theo chúng tôi ước tính, giá bán trung bình của DPM trong quý 3/2014 ở mức khoảng 7.665 đồng/kg, tăng khoảng 2% so với quý trước.
- ❑ **Giá khí đầu vào tăng 16% so với cùng kỳ năm trước.** Theo hợp đồng của DPM và PV Gas, giá khí đầu vào của DPM trong năm 2014 biến động theo giá dầu FO tại thị trường Singapore được tính theo công thức:

$$P = P_n + T_p = 46\% * MFO + 0,63 \text{ (USD/mmBTU)}$$

Trong đó:

- P là giá khí, không bao gồm VAT và được tính bằng USD/mmBTU
- $P_n = 46\% * MFO$ là giá khí quy đổi bằng 46% giá dầu FO trung bình

tháng tại thị trường Singapore theo tạp chí Platt's, tính bằng USD/mmBTU.

- Tp là cước phí vận chuyển và phân phối bằng 0,63 USD/mmBTU.

Dựa trên dữ liệu giá dầu FO Singapore của Bloomberg, chúng tôi ước tính giá khí đầu vào của DPM trong Q3/2014 khoảng 7,64 USD/mmBTU, giảm khoảng 2,7% so với mức giá khí trung bình trong quý trước và cao hơn 16% so với cùng kỳ năm 2013.

- **Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh so với cùng kỳ.** Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của DPM trong quý 3/2014 ở mức khoảng 22%, giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2013 (biên lợi nhuận gộp của quý 3/2013 là 32%). Nguyên nhân chủ yếu là do giá khí đầu vào tăng mạnh trong năm 2014 khi được tính theo giá thị trường (tính dựa theo giá dầu FO tại thị trường Singapore).

Triển vọng cả năm 2014

Chúng tôi ước tính trong năm 2014, DPM có thể đạt 9.826 tỷ doanh thu và 1.346 tỷ lợi nhuận sau thuế, giảm 5% về doanh thu nhưng giảm 40% về lợi nhuận so với năm 2013. Nguyên nhân chủ yếu là do giá khí từ năm 2014 được tính theo giá thị trường, dẫn đến chi phí mua khí của DPM tăng cao so với năm trước.

Dự báo kết quả kinh doanh 2014 của DPM

Chỉ tiêu	2013	2014F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	10.363	9.826	-5%	Sản lượng urê tiêu thụ. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ urea Phú Mỹ năm 2014 có thể đạt 870.000 tấn, tăng 4% so với năm 2013. Giá bán urê. Giá urea trung bình có thể tiếp tục tăng khoảng 4% trong Q4/2014 do chính sách tăng thuế nhập khẩu phân đạm từ 3% lên 6%. Dự kiến mức giá trong Q4 cũng là thời điểm người dân xuống giống vụ đông xuân khiến nhu cầu tiêu thụ tăng cũng là một yếu tố hỗ trợ giá urea trong nước. Chúng tôi ước tính giá bình quân trong năm 2014 khoảng 7,94 triệu VNĐ/tấn, giảm 7% so với giá bình quân năm 2013.
Giá vốn	7.011	7.353	5%	Sản lượng sản xuất của DPM được giả định ở mức 850.000 tấn. Chi phí khí đầu vào ước tính 3.403 tỷ VNĐ, tăng 15% so với năm 2013 do sản lượng sản xuất tăng và giá khí đầu vào tăng.
Lợi nhuận gộp	3.352	2.473	-26%	
Doanh thu tài chính	429	223	-48%	Doanh thu tài chính giảm mạnh do dòng tiền năm 2014 giảm (do tiền trả mua khí tăng), dẫn đến các khoản tiền gửi ngắn hạn giảm tương ứng.
Chi phí tài chính	8	7	-4%	

Lợi nhuận trước thuế	2.563	1.515	-41%
Lợi nhuận sau thuế	2.252	1.346	-40%
EPS	5.830	3.532	-39%

Khuyến nghị đầu tư

Nhìn chung, năm 2014 là một năm khó khăn đối với DPM khi giá khí đầu vào bị điều chỉnh theo giá thị trường, dẫn đến chi phí sản xuất tăng mạnh. Trong mô hình định giá dài hạn, chúng tôi tạm thời không xét tới các dự án mới công ty đang tiến hành đầu tư. Mức giá giao dịch hiện tại của DPM hiện chỉ thấp hơn **11,8%** so với mức giá kỳ vọng về dài hạn của chúng tôi. Do đó chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DPM.

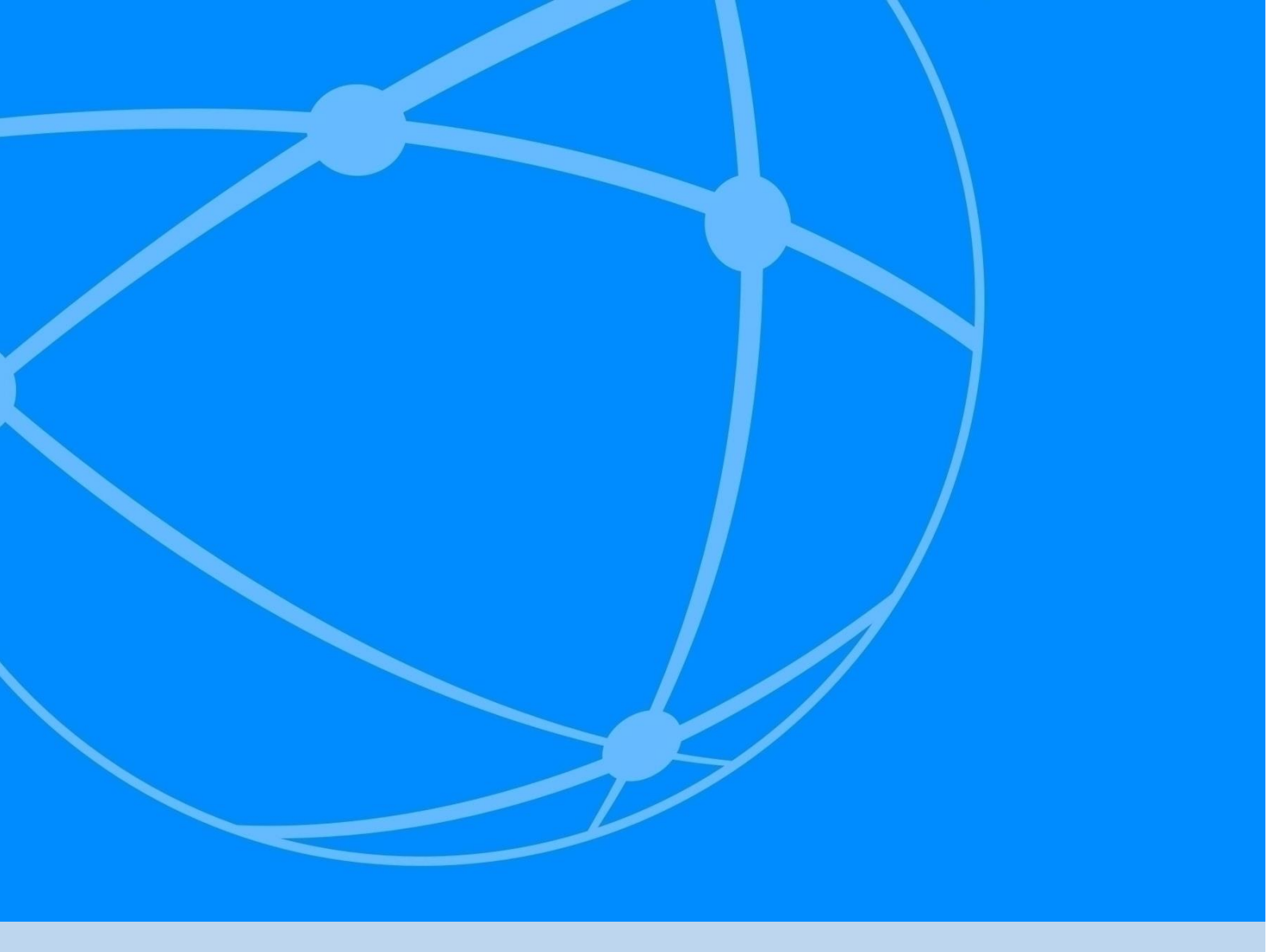
THUYẾT MINH BÁO CÁO

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