

TCT Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM – HSX)

DPM – Hưởng lợi nhờ giá dầu

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- qoq	Q3-FY13	+/- yoy
Doanh thu thuần	2.119,8	2.476,9	-14%	1.902,3	11%
Lợi nhuận sau thuế	287,6	269,5	7%	365,1	-21%
EBIT	344,1	321,2	7%	436,1	-21%
Tỷ suất EBIT	16,2%	13,0%	326bps	22,9%	-669bps

Nguồn: DPM

- Năm 2014: “Thế cờ lật ngược” vào cuối năm
- Rủi ro ngành năm 2015 sẽ lớn hơn
- Công ty kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ xu hướng giảm của giá dầu
- Chính sách cổ tức không còn cao như trước nhưng vẫn là một điểm hấp dẫn của Công ty
- Tìm hướng đi mới trong khó khăn

Quan điểm và Định Giá: DPM là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất phân ure tại Việt Nam. Sự thay đổi của các chính sách vào những tháng đầu năm khiến doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong hoạt động SXKD. Tuy vậy, với sự ổn định của nguồn cung ure trong nước và hưởng lợi từ giá dầu thế giới giảm mạnh, hoạt động kinh doanh của DPM có sự chuyển biến tích cực từ Q4/2014. Trong năm 2015, chúng tôi cho rằng DPM tiếp tục phải đối mặt với nhiều thách thức: (1) tình trạng dư cung của thị trường phân bón trong nước trầm trọng hơn và cạnh tranh gia tăng, đặc biệt là đối với Đạm Cà Mau; (2) rủi ro giá bán ure giảm theo giá dầu (sẽ có độ trễ và mức độ tương quan không nhiều); (3) từ năm 2015, DPM không còn được hưởng ưu đãi thuế suất 50% cho mảng sản xuất và kinh doanh phân ure; (4) khả năng bị tăng chi phí vận chuyển và phân phối. Nổi bật nhất đối với triển vọng của Công ty chính là “thế cờ đã lật ngược” trong quý cuối năm. Trong năm sau, biên lợi nhuận gộp cải thiện và khả năng giảm lỗ từ công ty liên kết là hai lý do để chúng tôi đưa ra nhận định tích cực hơn đối với Công ty. Ngoài ra, cổ tức cao và ổn định vẫn tiếp tục là điểm hấp dẫn của DPM.

Dựa trên những phân tích để đưa ra kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2015 của công ty ước đạt lần lượt 8.958 tỷ đồng và 1.440 tỷ đồng, tương đương với EPS là 3.790 đồng/cp. Theo phương pháp định giá P/E và P/B, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DPM là **36.100 đồng/cp**, cao hơn 20% so với mức đóng cửa ngày 26/12/2014. Từ đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN** đối với cổ phiếu này.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	Lũy kế đến HT	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	13.322	10.363	7.099	9.357	8.958
% tăng trưởng	44,4%	-22,2%	-11,3%	-9,7%	-4,3%
Lợi nhuận sau thuế	3.017	2.144	938,4	1.384	1.440
% tăng trưởng	-2,8%	-29,0%	-52,1%	-35,4%	4,1%
Tỷ suất LNST (%)	22,6%	20,7%	13,2%	14,8%	16,1%
ROA (%)	30,4%	20,0%		12,8%	12,7%
ROE (%)	35,1%	23,4%		14,9%	15,3%
EPS (VND)	7.996	5.644		3.643	3.790
EPS đ/chính (VND)	7.996	5.644		3.643	3.790
Giá trị sổ sách (VND)	23.579	24.595		24.175	25.456
Cổ tức tiền mặt (VND)	4.500	5.000		2.500	2.500
P/E (x)	6,3	8,9		8,2*	7,9*
P/BV (x)	2,1	2,0		1,2*	1,2*

Nguồn: Báo cáo tài chính DPM, Rong Việt tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 26/12/2014

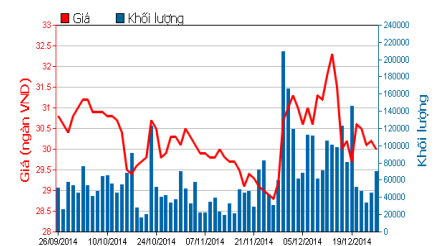
Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

MUA

Giá thị trường (VND)	30.000
Giá mục tiêu (VND)	36.100
Thời gian đầu tư	Trung hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	11.398
SLCPDLH	379.934.260
Beta	1,08
Free Float (%)	38,62
Giá cao nhất 52 tuần	43.000
Giá thấp nhất 52 tuần	27.700
KLGD bình quân 20 phiên	876.305



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DPM	-3	-18	90
Hóa chất	-3	-12	N/A
VN30 Index	-10	4	51
HSX Index	-12	5	51

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN)	61,38
Deutsche Bank AG London	4,99
Market Vectors ETF	4,64
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	23,63

Trần Thị Diễm My

+ 84 8 6299 2006 | Ext: 344

my.ttd@vdsc.com.vn

Bloomberg: VDSC <GO>

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-FY14 và Lũy kế 9T

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- (qoq)	Q3-FY13	+/- (yoy)	9T/FY14	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	2.119,8	2.476,9	-14,4%	1.902,3	11,4%	7.099,1	-11,3%
Lợi nhuận gộp	509,0	570,1	-10,7%	617,7	-17,6%	1.826,1	-34,8%
Chi phí bán hàng và quản lý	287,7	301,3	-4,5%	284,2	1,2%	887,0	4,8%
Thu nhập HĐKD	221,3	268,8	-17,7%	333,5	-33,6%	939,1	-58,7%
EBITDA	346,5	450,3	-23,0%	436,1	-20,5%	1.296,5	-45,6%
EBIT	344,1	321,2	7,1%	436,1	-21,1%	1.101,2	-51,4%
Chi phí tài chính	1,5	1,1	37,2%	2,6	-39,8%	3,5	-54,5%
- Chi phí lãi vay	0,6	0,6	8,1%	1,0	-36,4%	1,9	-35,4%
Khấu hao	-66,2	-65,4	1,2%	0,0	244974,1%	-195,3	70,3%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)	2,3	0,8	191,4%	2,3	-0,8%		
Lợi nhuận trước thuế	343,4	320,6	7,1%	435,1	-21,1%	1.099,4	-51,5%
Lợi nhuận sau thuế	287,6	269,5	6,8%	365,1	-21,2%	938,4	-52,1%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	285,7	268,8	6,3%	363,1	-21,3%	938,4	

Nguồn: DPM, Rong Việt tổng hợp

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-FY14

Chỉ tiêu	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- (qoq)	Q3-FY13	+/-yoy
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	24,0%	23,0%	100bps	32,5%	-846bps
EBITDA/Doanh thu thuần	16,3%	18,2%	-183bps	22,9%	-658bps
EBIT /Doanh thu thuần	16,2%	13,0%	326bps	22,9%	-669bps
TS lợi nhuận ròng	13,6%	10,9%	269bps	19,2%	-562bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	13,5%	10,9%	263bps	19,1%	-561bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	4,4	5,5	-1,1	3,6	0,8
-Khoản phải thu	18,3	28,2	-9,9	20,1	-1,8
-Khoản phải trả	6,9	5,0	1,9	8,2	-1,3
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0

Nguồn: DPM (*) thường niên hóa

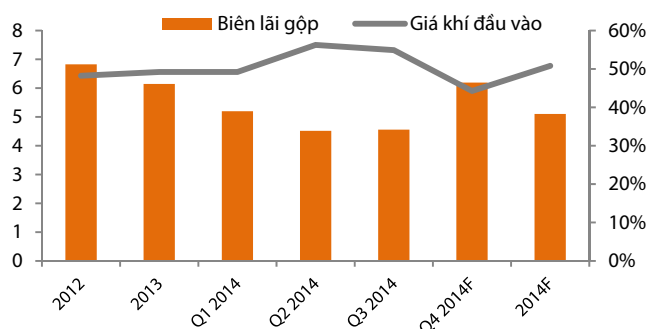
Năm 2014: “Thế cờ lật ngược” vào cuối năm

Bức tranh về KQKD trong năm 2014 của DPM không được khả quan như những năm trước. Bên cạnh việc giá phân bón tiếp tục giảm, Công ty liên tiếp phải đối mặt với những khó khăn đến từ sự thay đổi của chính sách. Đầu tiên là việc thay đổi công thức tính giá khí đầu vào hồi đầu tháng 04, khiến giá mua khí bị điều chỉnh tăng 12,5%, qua đó ảnh hưởng đến biên lãi gộp của Công ty (giảm ~5% so với trước khi thay đổi). Tiếp đến là thông tư 14 quy định về siết tải trọng khiến chi phí vận chuyển trọng năm nay của Công ty ước tăng ~37% so với năm 2013. Để đối phó với những thay đổi trên, DPM đã có nhiều nỗ lực trong việc tăng sản lượng bán hàng, theo đó sản lượng phân ure kinh doanh trong 9T2014 đạt 648.008 tấn (+2% yoy). Đồng thời, Công ty cũng thực hiện chính sách tiết kiệm chi phí quản lý doanh nghiệp trong 9T2014 (-3% yoy). Tuy vậy, những nỗ lực trên đều không thể bù đắp tổn thất mà Công ty phải gánh chịu. Bên cạnh hoạt động kinh doanh cốt lõi, trong 9T/2014, Công ty cũng ghi nhận khoản doanh thu tài chính đến từ việc thoái vốn toàn bộ tại PVC (~78 tỷ đồng). Mặt khác,

DPM phải ghi nhận khoản lỗ ~181 tỷ đồng đến từ công ty liên kết (CTCP Hóa dầu và Xơ sợi Dầu khí – PVTex). Do đó, lũy kế đến tháng 9/2014, doanh thu của Công ty đạt 7.450 tỷ đồng (-11% so với cùng kỳ), trong khi đó LNST giảm mạnh tới 51% so với cùng kỳ, chỉ đạt 968 tỷ đồng.

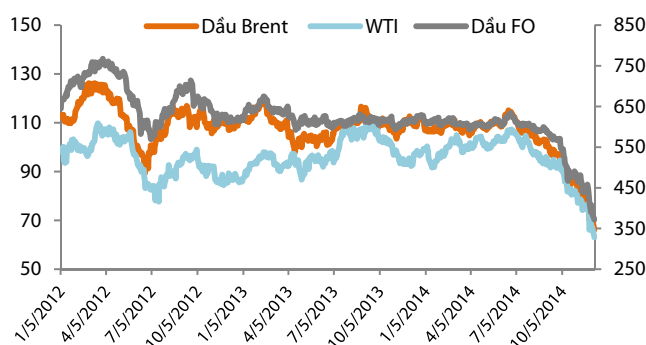
Hy vọng cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh bắt đầu từ khi giá dầu thế giới lao dốc mạnh và cho đến quý IV/2014, việc thay đổi công thức tính giá khí đầu vào lại trở thành yếu tố hỗ trợ tích cực đối với KQKD của DPM. “Thế cờ lật ngược” này đã giúp Công ty tiết kiệm đáng kể chi phí giá vốn cho hoạt động sản xuất phân ure. Theo ước tính của chúng tôi, giá khí đầu vào giảm chỉ còn 5,9USD/mmbtu trong Q4/2014, thấp hơn 10% so với trước khi có quy định thay đổi cách tính giá khí đầu vào. Mặt khác, việc giá bán phân ure duy trì ổn định giúp biên lợi nhuận gộp của DPM trong Q4/2014 ước tính tăng lên 34,6% từ mức 24% của Q3/2014. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận trong Q4/2014 ước đạt lần lượt 2.258 tỷ đồng và 446 tỷ đồng, trong đó LNST tăng trưởng ~54,9% so với quý trước và ~72,3% so với cùng kỳ năm 2013. Lũy kế cả năm 2014, doanh thu DPM ước đạt 9.357 tỷ đồng (-9,7% yoy), trong khi đó LNST chỉ đạt 1.384 tỷ đồng (-37,5% yoy).

Hình 1: Diễn biến giá khí đầu vào và biên LNG



Nguồn: DPM, RongViet tổng hợp

Hình 2: Giá dầu WTI và Brent và FO tại thị trường Singapore



Nguồn: Bloomberg

Bảng 3: Dự báo KQKD quý 4/2014 và cả năm 2014

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY14	+/- (qoq)	+/- (yoy)	FY2014	+/- (yoy)
Doanh thu	2.258	6,5%	-4,37%	9.357	-9,71%
LN gộp	780	53,3%	41,38%	2.606	-22,25%
EBIT	536	56,13%	78,83%	1.636	-36,19%
LNST	446	54,9%	72,31%	1.384	-37,52%

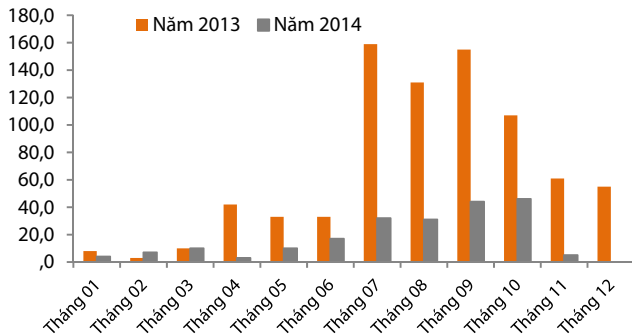
Nguồn: DPM, RongViet Securities

Rủi ro ngành năm 2015 sẽ lớn hơn...

“Cung vượt cầu” là bức tranh chung của thị trường phân ure của Việt Nam trong những năm gần đây, nhất là kể từ khi nhà máy DCM đi vào hoạt động năm 2012. Trước thực trạng trên, trong năm 2014, Chính phủ đã áp dụng một số biện pháp nhằm kiểm soát nguồn cung như: (1) ban hành Nghị định 202/2013/NĐ-CP quy định kinh doanh phân bón là mặt hàng kinh doanh có điều kiện; (2) tăng thuế nhập khẩu phân ure từ 3% lên 6% từ ngày 10/09/2014. Qua đó, tạo thêm rào cản cho các công ty sản xuất phân bón nhỏ lẻ, kém chất lượng trong nước, đồng thời, nguồn cung phân ure nhập khẩu từ Trung Quốc giảm mạnh trong năm nay (-72% yoy). Mặt khác, trong năm nay, Nhà máy Đạm Ninh Bình, một trong bốn nhà máy sản xuất phân ure lớn nhất nước, dừng hoạt động để sửa chữa trong 3 tháng cũng làm nguồn cung trong nước giảm ~200.000 tấn. Nhìn lại năm 2014, ngành phân bón, cụ thể là thị trường phân ure vẫn trong tình trạng dư cung, tuy vậy, tác động của các yếu tố trên cũng góp phần ổn

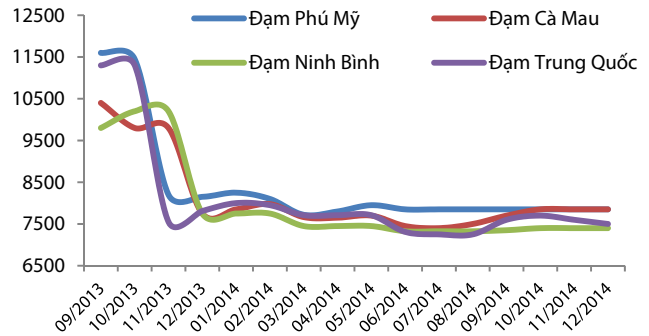
định nguồn cung của thị trường trong nước. Nhờ đó, mức giảm đối với giá phân ure trong nước trong năm nay cũng tương đối thấp, chỉ giảm khoảng 3% so với đầu năm.

Hình 3: Nhập khẩu phân ure vào Việt Nam trong 2013-2014



Nguồn: MARD

Hình 4: Giá phân ure tại thị trường Việt Nam



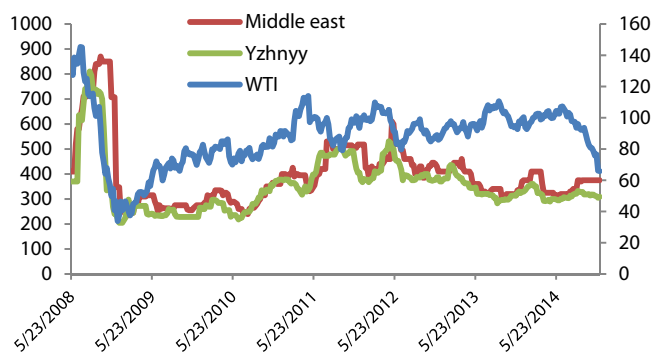
Nguồn: Vinachem

Trong năm tới, ngành phân bón đối mặt với hai rủi ro lớn là rủi ro dư cung và giá nguyên liệu giảm (than đá hoặc khí tự nhiên), do đó, giá bán có nguy cơ giảm mạnh hơn. Theo tìm hiểu của chúng tôi, những yếu tố mang tính quyết định đối với giá phân ure gồm: (1) giá lương thực, (2) yếu tố mùa vụ, (3) cung – cầu, đặc biệt là nguồn cung từ thị trường Trung Quốc; trong khi đó, một số nghiên cứu chỉ ra giá phân bón và giá khí tự nhiên không có sự tương quan chặt chẽ*. Mới đây, Trung Quốc đã thêm một lần nữa thay đổi chính sách thuế xuất khẩu đối với các mặt hàng phân bón, mức thuế áp dụng đối với mặt hàng phân ure cho năm 2015 là 80 NDT/tấn, tăng so với mức thuế bình quân của năm 2014, đây được coi là một tín hiệu tốt đối với giá phân ure thế giới. Như vậy, tình trạng dư cung sẽ khiến giá phân ure thế giới trong năm sau tiếp tục suy giảm, bù lại, xu hướng giảm mạnh của giá dầu có thể là yếu tố tích cực giúp cải thiện biên lợi nhuận của các nhà sản xuất phân ure từ khí trong ngắn hạn.

* "Do oil Price Increases Cause Higher Food Prices? (2014)" của Christiane Baumeister và Lutz Kilian

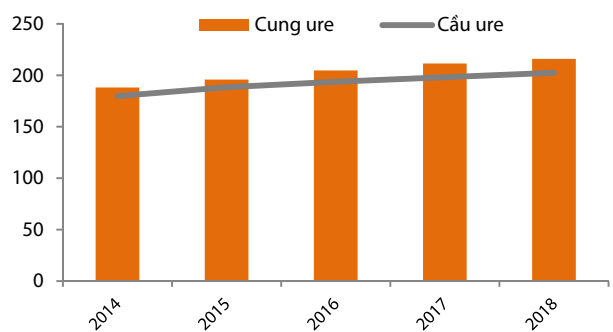
Hệ số tương quan giữa giá dầu và giá phân bón là 0,12

Hình 5: Diễn biến giá dầu và giá phân bón



Nguồn: Bloomberg

Hình 6: Cung cầu Ure thế giới

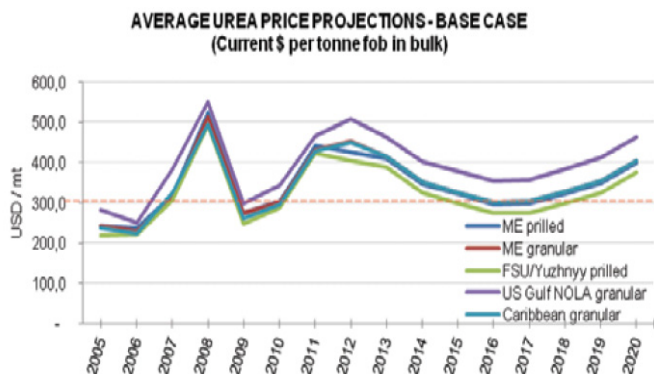


Nguồn: M. Prud'homme, IFA

Đối với thị trường trong nước, tình trạng dư cung sẽ nghiêm trọng hơn bởi trong năm tới có thêm dự án mở rộng nhà máy Đạm Hà Bắc đưa vào hoạt động và nhà máy Đạm Ninh Bình hoạt động ổn định. Mặt khác, theo Cục trồng trọt Việt Nam, giá trị của lĩnh vực trồng trọt trong nước đang có xu hướng tăng trưởng chậm lại và duy trì ổn định. Do vậy, nhu cầu phân ure trong nước trong thời gian tới sẽ không có nhiều đột biến. Không tính đến nguồn phân bón nhập khẩu, thị trường ure trong nước có thể sẽ dư cung ~500.000 tấn trong năm 2015, chúng tôi cho rằng điều này cũng là một trong những

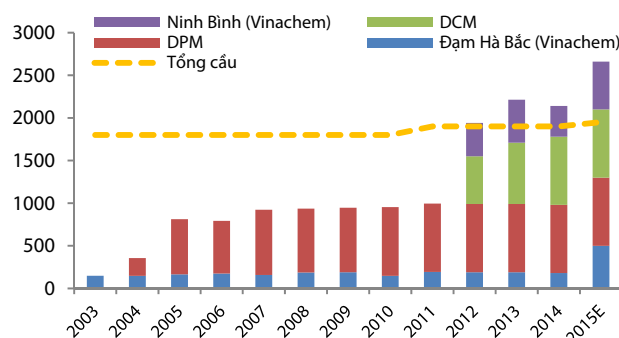
nguyên nhân chính khiến cho giá bán phân ure trong nước có thể giảm nhiều hơn mức giảm của giá phân bón thể giới.

Hình 7: Dự báo giá phân bón của Fetercon



Nguồn: Fetercon

Hình 8: Cung cầu thị trường phân bón trong nước



Nguồn: RongViet Research tổng hợp, DPM, MARD

...tuy nhiên, Công ty kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ xu hướng giảm của giá dầu

Trong bối cảnh rủi ro ngành gia tăng, chúng tôi kỳ vọng xu hướng giảm của dầu thô sẽ trở thành một “điểm sáng” trong hoạt động SXKD trong năm tới của DPM. Với việc lao dốc nhanh và mạnh của giá dầu thời gian qua kết hợp với triển vọng giá dầu trong năm 2015, chúng tôi đưa ra kịch bản cơ sở với dự báo giá dầu FO bình quân năm tới giảm ~30% so với mức bình quân của năm 2014. Theo đó, giá khí đầu vào của Công ty ước khoảng 5,2 USD/mmbtu (giảm ~23,2% so với giá bình quân năm 2014). Một điểm khác cũng cần được lưu ý trong năm sau, chi phí vận chuyển và phân phối trong công thức tính giá khí đầu vào (do PVN quy định) dự kiến theo kế hoạch sẽ điều chỉnh tăng từ mức 0,63 USD lên tối đa 1 USD vào đầu năm 2015. Tuy vậy, với diễn biến giá dầu thế giới như hiện nay, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng PVN sẽ cân nhắc giãn thêm thời gian thực hiện kế hoạch điều chỉnh chi phí này. Như đã đề cập phần trước, chúng tôi lo ngại rằng giá phân ure trong nước sẽ giảm mạnh hơn mức giảm của giá thế giới, song biên lợi nhuận của Công ty sẽ cải thiện nhờ sự sụt giá của nguyên liệu đầu vào. Với lập luận trên, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của Công ty trong năm sau sẽ tăng lên mức 33,1% từ mức 27,9% của năm 2014.

Ngoài sự cải thiện đến từ hoạt động kinh doanh chính, chúng tôi cho rằng một điểm sáng nữa đối với DPM trong năm tới là khả năng giảm lỗ từ khoản đầu tư vào PVTex. Trong những năm qua, do được đưa vào hoạt động trong giai đoạn khó khăn, giá bán sợi thấp hơn kỳ vọng khiến PVTex hoạt động không khả quan. Tuy nhiên, theo chia sẻ của DPM, hiện tại, PVTex đã đi vào hoạt động và vận hành ổn định. Bên cạnh đó, ngành dệt may là ngành được hưởng lợi khá nhiều từ giá dầu giảm, giá bán sợi tổng hợp dù giảm theo giá dầu song tốc độ giảm chậm hơn. Đồng thời, với cơ hội hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do của ngành dệt may Việt Nam, chúng tôi có lý do để tin rằng hiệu quả hoạt động của PVTex sẽ tốt hơn trong năm sau.

Đối lập với những điểm sáng, từ năm sau, DPM không còn được hưởng ưu đãi thuế suất TNDN, do đó, biên lợi nhuận ròng sẽ bị ảnh hưởng. Dựa trên các giả định của kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của Công ty ước đạt lần lượt 8.958 tỷ đồng và 1.440 tỷ đồng trong năm 2015, tương ứng với EPS khoảng 3.790 đồng/cp.

Bảng 4: Phân tích độ nhạy giữa giá dầu FO, giá bán ure và giá hợp lý cổ phiếu DPM (dựa trên phương pháp P/E & P/B)

Giá hợp lý của DPM	36.148	Mức giảm của giá dầu FO**				
		-20%	-25%	-30%	-35%	-40%
Mức giảm của giá bán phân ure**	-2,5%	35.634	37.502	39.370	41.239	43.107
	-5,0%	34.023	35.891	37.759	39.628	41.496
	-7,5%	32.411	34.280	36.148	38.017	39.885
	-10,0%	30.800	32.669	34.537	36.406	38.274
	-12,5%	29.189	31.058	32.926	34.794	36.663

Nguồn: RongViet Research ước tính, (**) So với mức bình quân của năm 2014

Tìm hướng đi mới trong khó khăn

Thị phần tại miền Nam đang dần thu hẹp là một trong những vấn đề khó mà DPM phải đối mặt hiện nay. Trong khi đó, CTCP Phân bón và Hóa chất Cà Mau (DCM), một công ty khác cũng trực thuộc PVN, lại đang dần chiếm lĩnh thị phần tại khu vực này. Cụ thể, thị phần của DCM tại Tây Nam Bộ tăng từ mức 30% năm 2012, tăng lên 45% trong năm 2013 và dự kiến đạt 55% trong năm nay. Theo đánh giá của chúng tôi, DCM là một đối thủ khá xứng tầm với DPM với công suất nhà máy tương đương ~800.000 tấn. Đồng thời, nhờ lợi thế vận chuyển hàng hóa chủ yếu bằng đường thủy, DCM ít chịu ảnh hưởng bởi thông tư 14, do đó tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của DCM khá thấp, tương ứng với mức 1,56% so với 7,42% của DPM. Hiện tại, DCM cũng hưởng khá nhiều ưu đãi của PVN như (1) giá khí đầu vào chỉ duy trì ở mức ~ 4 USD/mmbtu (thấp hơn ~41% so với giá khí đầu vào trung bình của DPM trong năm nay); (2) PVN cam kết duy trì mức suất sinh lời trên VCSH đối với hoạt động sản xuất đạm trung bình là 12% trong giai đoạn 2015-2018.

Trong bối cảnh thị trường ure trong nước vẫn chưa thể khởi sắc trở lại cũng như gặp sự cạnh tranh của DCM, DPM đang tìm hướng đi mới cho mình. Trong năm 2014, Công ty đã bước đầu thử nghiệm xuất khẩu phân ure thương hiệu Đạm Phú Mỹ được đóng bằng bao Jumbo sang các thị trường khác (New Zealand và Jordan). Mặt khác, việc đa dạng hóa sản phẩm cũng là mục tiêu dài hạn mà Công ty đang hướng tới. Hiện nay, nguồn cung phân ure trên thị trường Việt Nam và thế giới đang khá dồi dào, tuy vậy, nhu cầu các sản phẩm khác như NPK, Formalin, UCF85,... lại khá lớn, đây đều là các sản phẩm nằm trong các dự án trung và dài hạn mà Công ty đang triển khai. Việc đầu tư đòi hỏi một nguồn vốn khá lớn và thời điểm đầu tư cũng rất quan trọng, xưởng UFC85/formaldehyde kỳ vọng sẽ được hoàn thành cuối năm 2015. Trong khi đó, các dự án khác của công ty hiện chưa thực sự được triển khai một cách quyết liệt.

Bảng 5: Các dự án của DPM

Dự án	Vốn đầu tư	Thời gian đầu tư	Giải ngân đến thời điểm hiện tại	Sản phẩm	Thời gian hoàn thành	Công suất
Xưởng UFC85/formaldehyde	22 triệu USD	03/2014	10,05% (tính đến 25/8/2014)	UFC85/formaldehyde	Cuối 2015	15.000 tấn UCF85/25.000 tấn Formaldehyde
Tổ hợp DA nâng CS PX NH3 và NM NPK	227 triệu USD	2014-2015	N/A	NH3, NPK	N/A	90.000 tấn NH3, 250.000 tấn NPK
Petrochemical Complex	3,1 tỷ USD	N/A	N/A	Olefin, SM, PS	2021	N/A
Polystyrene	170 triệu USD	N/A	N/A	Polystyrene	2020	300 KTA
Sản xuất oxy già (H2O2)	20 triệu USD	N/A	N/A	Oxy già	N/A	N/A
Sản xuất Nitrat Amon (NH4NO3) Amoniac (NH3)	900 triệu USD	N/A	N/A	Nitrat Amon Amoniac	N/A	30.000 tấn/năm

Nguồn: DPM, Rong Việt tổng hợp

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

Chính sách cổ tức không còn cao như trước nhưng vẫn là một điểm hấp dẫn của Công ty

Trong quá khứ, hoạt động kinh doanh ổn định đi cùng với lịch sử chi trả cổ tức cao đã từng là yếu tố rất hấp dẫn của DPM trong mắt nhiều nhà đầu tư. Tuy vậy, trong những năm tới, việc triển khai nhiều dự án lớn sẽ khiến DPM có thể không còn “hào phóng” trong việc chi trả cổ tức “khủng” như trước. Công ty đã tạm ứng 15% cổ tức của năm 2014, đồng thời, tỷ lệ cổ tức 25% tiếp tục được duy trì trong năm 2015. Theo chúng tôi được biết, Công ty cũng đang xem xét tăng tỷ lệ chia cổ tức năm 2014 sau khi có số liệu về KQKD cả năm. Với mặt bằng lãi suất tiết kiệm tại Việt Nam đang ở mức thấp (~5-7%/năm), thì mức tỷ suất cổ tức khoảng 8,3% là tương đối tốt đối với nhà đầu tư ngại rủi ro. Hiện tại, chỉ số PEG của Công ty khá cao ~1,5x, tuy nhiên, nếu tính thêm yếu tố cổ tức, chỉ số PEGY của Công ty chỉ khoảng 0,65x. Do đó, mặc dù KQKD giảm sút rõ rệt trong hai năm gần đây và rủi ro kinh doanh vẫn còn hiện hữu, chúng tôi đánh giá cổ tức cao và ổn định vẫn tiếp tục là điểm hấp dẫn của DPM.

Quan điểm và định giá

DPM là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất phân ure tại Việt Nam. Sự thay đổi của các chính sách vào những tháng đầu năm khiến doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong hoạt động SXKD. Tuy vậy, với sự ổn định của nguồn cung ure trong nước và hưởng lợi từ giá dầu thế giới giảm mạnh, hoạt động kinh doanh của DPM có sự chuyển biến tích cực từ Q4/2014. Trong năm 2015, chúng tôi cho rằng DPM tiếp tục phải đối mặt với nhiều thách thức: (1) tình trạng dư cung của thị trường phân bón trong nước trầm trọng hơn và cạnh tranh gia tăng, đặc biệt là đối với Đạm Cà Mau; (2) rủi ro giá bán ure giảm theo giá dầu (sẽ có độ trễ và mức độ tương quan không nhiều); (3) từ năm 2015, DPM không còn được hưởng ưu đãi thuế suất 50% cho mảng sản xuất và kinh doanh phân ure; (4) khả năng bị tăng chi phí vận chuyển và phân phối. Nổi bật nhất đối với triển vọng của Công ty chính là “thế cờ đã lật ngược” trong quý cuối năm. Trong năm sau, biên lợi nhuận gộp cải thiện và khả năng giảm lỗ từ công ty liên kết là hai lý do để chúng tôi đưa ra nhận định tích cực hơn đối với Công ty. Ngoài ra, cổ tức cao và ổn định vẫn tiếp tục là điểm hấp dẫn của DPM.

Dựa trên những phân tích để đưa ra kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2015 của công ty ước đạt lần lượt 8.958 tỷ đồng và 1.440 tỷ đồng, tương đương với EPS là 3.790 đồng/cp. Theo phương pháp định giá P/E và P/B, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DPM là **36.100 đồng/cp**, cao hơn 20% so với mức đóng cửa ngày 26/12/2014. Từ đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN** đối với cổ phiếu này.

Bảng 6: Những giả định chính

Chỉ tiêu	Dự phóng	
	FY2014E	FY2015E
Tăng trưởng doanh thu (%)	-10%	-4%
Tăng trưởng sản lượng (%)	4,2%	3,0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	28%	33%
Tỷ suất EBIT (%)	18%	21%
Thay đổi giá bán Ure	-12,9%	-7,5%

Nguồn: DPM, RongViet Research

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2012A	2013A	2014E	2015F
Doanh thu thuần	13.322	10.363	9.357	8.958
Giá vốn	8.997	7.011	6.751	5.993
Lãi gộp	4.324	3.352	2.606	2.964
Chi phí bán hàng	637	635	702	717
Chi phí quản lý	674	552	505	493
Thu nhập từ HĐTC	568	429	456	325
Chi phí tài chính	7	8	25	135
Lợi nhuận khác	15	13	11	11
Lợi nhuận trước thuế	3.542	2.468	1.636	1.806
Thuế TNDN	474	289	213	325
Lợi ích cổ đông thiểu số	51	37	39	41
Lợi nhuận sau thuế	3.017	2.142	1.384	1.440
EBIT	3.544	2.471	1.648	1.874
EBITDA	3.734	2.721	1.866	2.101

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2012A	2013A	2014E	2015F
Tăng trưởng				
Doanh thu	44,4%	-22,2%	-9,7%	-4,3%
Lợi nhuận HKKD	-0,9%	-28,1%	-35,4%	25,4%
EBITDA	-11,6%	-27,1%	-31,4%	12,6%
EBIT	0,2%	-30,3%	-33,3%	13,7%
Lợi nhuận sau thuế	-2,8%	-29,0%	-35,4%	4,1%
Tổng tài sản	13,8%	2,1%	-0,6%	10,8%
Vốn chủ sở hữu	8,9%	4,3%	-1,7%	5,3%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	15,2%	2,6%	4,7%	5,2%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	32,5%	32,3%	27,9%	33,1%
LN HKKD / Doanh thu	22,6%	20,9%	15,0%	19,6%
EBITDA/ Doanh thu	28,0%	26,3%	19,9%	23,5%
EBIT/ Doanh thu	26,6%	23,8%	17,6%	20,9%
LNST/ Doanh thu	22,6%	20,7%	14,8%	16,1%
ROA	30,4%	20,0%	12,8%	12,7%
ROIC or RONA	40,0%	26,3%	17,2%	18,5%
ROE	35,1%	23,4%	14,9%	15,3%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	40,5	47,1	25,2	19,0
Vòng quay hàng tồn kho	7,7	5,6	4,7	4,1
Vòng quay khoản phải trả	8,4	5,6	5,8	5,2
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	5,2	6,1	6,4	6,9
Nhanh	4,3	5,0	5,1	5,8
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	15,8%	13,4%	14,5%	20,6%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,3%	0,7%	0,3%	0,3%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,1%	0,0%	1,2%	8,4%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2012A	2013A	2014E	2015F
Tiền	5.629	4.032	4.805	5.455
Đầu tư tài chính ngắn hạn	62	1.735	578	578
Các khoản phải thu	194	246	495	448
Tồn kho	1.171	1.341	1.554	1.378
Tài sản ngắn hạn khác	147	161	269	269
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	7.204	7.515	7.702	8.128
Tài sản cố định hữu hình	1.170	1.257	1.086	884
Tài sản cố định vô hình	771	927	913	898
Xây dựng cơ bản dở dang	431	184	355	1.301
Bất động sản đầu tư	296	285	274	274
Đầu tư tài chính dài hạn	575	541	326	326
Tài sản dài hạn khác	135	96	84	84
TSCĐ và đầu tư dài hạn	3.377	3.290	3.038	3.767
TỔNG TÀI SẢN	10.581	10.805	10.740	11.895
Tiền hàng phải trả và ứng trước	611	717	629	569
Khoản phải trả ngắn hạn khác	757	441	553	573
Vay và nợ ngắn hạn	28	65	28	28
Vay và nợ dài hạn	8	3	113	810
Khoản phải trả dài hạn khác	11	23	9	9
Tổng nợ	1.415	1.249	1.332	1.990
Vốn chủ sở hữu	8.960	9.346	9.187	9.673
Vốn đầu tư của CSH	3.800	3.800	3.800	3.800
Lợi nhuận giữ lại	1.975	2.036	1.897	2.287
Các quỹ	3.340	3.491	3.492	3.589
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	8.960	9.346	9.187	9.673
Lợi ích cổ đông thiểu số	206	210	221	232
TỔNG NGUỒN VỐN	10.581	10.805	10.740	11.895
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2012A	2013A	2014E	2015F
LN TT	3.510	2.468	1.636	1.806
Khấu hao	190	250	218	228
Các điều chỉnh	-495	-294	156	100
Thay đổi vốn lưu động	-1.081	-894	-773	-141
Tiền thuần từ HKKD	2.125	1.529	1.236	1.992
Thay đổi TSCĐ	-781	-267	-208	-967
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-423	-1.702	177	-50
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	492	412	-140	-90
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-712	-1.557	-171	-1.107
Nhận/trả lại vốn góp	-14	0	-21	0
Vay mới/trả nợ vay	-323	32	123	747
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-753	-1.601	-394	-984
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-1.090	-1.569	-292	-237
Tiền thuần trong kỳ	323	-1.597	773	649
Tiền đầu năm	3.748	5.629	4.032	4.805
Ảnh hưởng của tỷ giá	-1	0	0	0
Tiền cuối kỳ	4.070	4.032	4.805	5.455

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2014**

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này