

# CTCP Phân bón & Hóa chất Dầu khí (DPM) PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

Ngô Đăng Quê  
Chuyên viên

## Cập nhật Dầu khí

Giá mục tiêu	34.200
Giá hiện tại	32.300
Cổ tức bằng tiền mặt	2.500
TL tăng	5,9%
Lợi suất cổ tức	7,7%
Tổng lợi nhuận	13,6%

### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (USD)	531,2 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua (USD)	0,6 triệu
Sở hữu của khối ngoại	23,4%
Room tối đa cho khối ngoại	49,0%
SL cổ phiếu lưu hành	380 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	380 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	43.000
Mức thấp nhất 12 tháng VND	27.700

### Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	61,7%
Deutsche Bank	4,99%
Market Vectors ETF	3,6%
Norges Bank	1,77%
Amersham Industries Ltd	1,55%

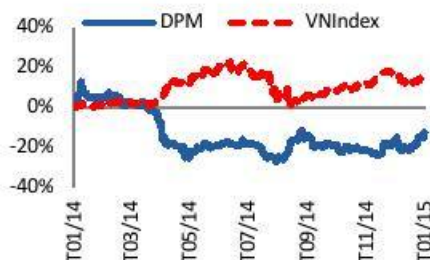
### Chỉ số, danh mục ETF

FTSE VN ALL, VNI, VN30

### Mô tả công ty

CTCP Phân bón & Hóa chất Dầu khí (HSX:DPM) là nhà sản xuất và phân phối hàng phân u-rê hàng đầu tại Việt Nam. DPM chỉ sở hữu và điều hành một nhà máy tại Phú Mỹ, miền Nam nước ta với công suất 800.000 tấn u-rê hạt trong/năm.

### Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu



## Quy định mới về thuế GTGT sẽ khiến dự báo lợi nhuận 2015 giảm 15%

- Giảm giá mục tiêu và khuyến nghị do tác động của luật thuế GTGT mới
- Thuế GTGT dành cho nguyên liệu đầu vào không còn được khấu trừ vào thuế GTGT sản phẩm đầu ra, khiến giá vốn hàng bán tăng 10% và lợi nhuận sau thuế giảm 15%
- DPM hiện đang giao dịch với PER là 9,8 lần EPS 2015 (tăng trưởng 8,9% so với năm 2014, sau điều chỉnh); giữ nguyên lợi suất cổ tức tại mức 8%, phần nào hỗ trợ giá cổ phiếu

**Quy định mới về thuế GTGT sẽ gây khó khăn cho DPM.** Theo Quyết định 71/2014/QH13, có hiệu lực từ ngày 01/01/2015, DPM không còn được khấu trừ thuế GTGT cho sản phẩm đầu ra vào thuế GTGT cho nguyên liệu đầu vào đối với phần u-rê bán tại Việt Nam (quy định này không áp dụng đối với phần u-rê bán tại nước ngoài). Điều này có nghĩa là chi phí đầu vào sẽ tăng 10% và qua đó, theo ước tính của chúng tôi, khiến LNST giảm 250 tỷ đồng nếu DPM không tăng giá bán để bù đắp phần chi phí tăng thêm. Chúng tôi xin lưu ý DPM và một số công ty phân bón khác đang xin Tổng cục Thuế thu hồi quyết định này nhưng điều này khó có thể xảy ra.

**Cước vận chuyển khí thấp hơn trong giai đoạn 2015-2019.** Tuy nhiên, theo Quyết định Số 7614/QĐ-DKVN, cước vận chuyển khí dành cho DPM trong năm 2015 sẽ là 0,92USD/MMBTU, tăng 0,02USD/năm đến năm 2019. Mức phí này thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi là 1USD/MMBTU. Việc giảm phí vận chuyển tuy có tác động tích cực nhưng vẫn không đáng kể so với việc điều chỉnh quy định thuế GTGT.

**Chịu ảnh hưởng của giá dầu và giá u-rê:** Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi đưa ra các kịch bản theo biến động của giá dầu và giá u-rê (trang 3). Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên giả định giá dầu Brent 60USD/thùng (giá FO là 328USD/tấn, phí vận chuyển 0,92USD/MMBTU, qua đó chi phí khí đầu vào của DPM giảm 33% so với năm 2014). Chúng tôi xin lưu ý lợi nhuận của DPM chịu tác động của giá bán u-rê trung bình của nhiều hơn – mỗi lần giá bán trung bình giảm 1%, lợi nhuận sẽ giảm hơn 3%.

**KQLN 2014 phù hợp với dự báo của chúng tôi.** Doanh thu giảm 3% và lợi nhuận trước thuế giảm mạnh 46% nhưng vẫn lần lượt cao hơn 8% và 3% so với dự báo của chúng tôi. Tuy giá u-rê giảm mạnh gần 12% so với năm 2013, doanh thu khá ổn định nhờ sản lượng u-rê tăng nhẹ (+2% so với năm 2013) và sản lượng phân bón nhập khẩu tăng (+5% so với năm 2013). Do không có báo cáo tài chính chi tiết, chúng tôi cho rằng giá bán trung bình của phân u-rê giảm 12%, chi phí khí đầu vào tăng 5% và lỗ từ công ty liên kết PVTex là ba nguyên nhân chính khiến biên lợi nhuận trước thuế giảm 14% từ mức 25% năm 2013.

Các chỉ số chính	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	13.322	10.363	9.207	8.920	8.879
LNST (tỷ đồng)	3.017	2.217	1.174	1.278	1.286
EPS, pha loãng hoàn toàn (VND)	7.939	5.834	3.090	3.364	3.385
EPS growth (%)	-2,8%	-26,5%	-47,0%	8,9%	0,6%
Biên lợi nhuận gộp (%)	32,5%	32,3%	12,8%	32,9%	32,3%
Biên LN từ hoạt động (%)	22,6%	20,9%	11,2%	15,6%	15,0%
Biên LNST (%)	22,6%	21,4%	12,8%	14,3%	14,5%
Giá trị doanh nghiệp / EBITDA	3,4	4,6	8,0	8,1	8,9
Giá CP / dòng tiền tự do, theo giá	16,8	-16,0	-10,4	13,2	16,7
Giá CP / LN, theo giá TT	4,2	5,7	10,7	9,8	9,8
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2
ROA (%)	30,9%	21,1%	11,0%	11,0%	9,6%
ROE (%)	34,9%	24,1%	12,3%	13,1%	12,7%
Nợ/CSH (lần)	0,4%	0,7%	0,0%	13,7%	28,5%

Ghi chú: LN ròng sau thuế = LN ròng sau thuế và sau lợi ích cổ đông thiểu số

## Sơ lược về công ty

**Lĩnh vực kinh doanh**

Sản xuất và phân phối u-rê hạt trong

**Doanh thu**

501 triệu USD (2013)

**Lợi nhuận ròng**

105 triệu USD (2013)

**Yếu tố doanh thu chính**

Giá u-rê hạt trong

**Yếu tố chi phí chính**

Nguyên liệu (giá khí đầu vào)

**Yếu tố rủi ro chính**

Giá khí đầu vào

**Các khách hàng chính**

Nông dân

**Lãnh đạo**

Ông Lê Cự Tân (Chủ tịch HĐQT), Ông Cao Hoài Dương (TGD)

**Địa chỉ**

43 Mạc Đĩnh Chi, P. Đa Kao, Q. 1, TP. HCM

**Website**

[www.dpm.vn](http://www.dpm.vn)

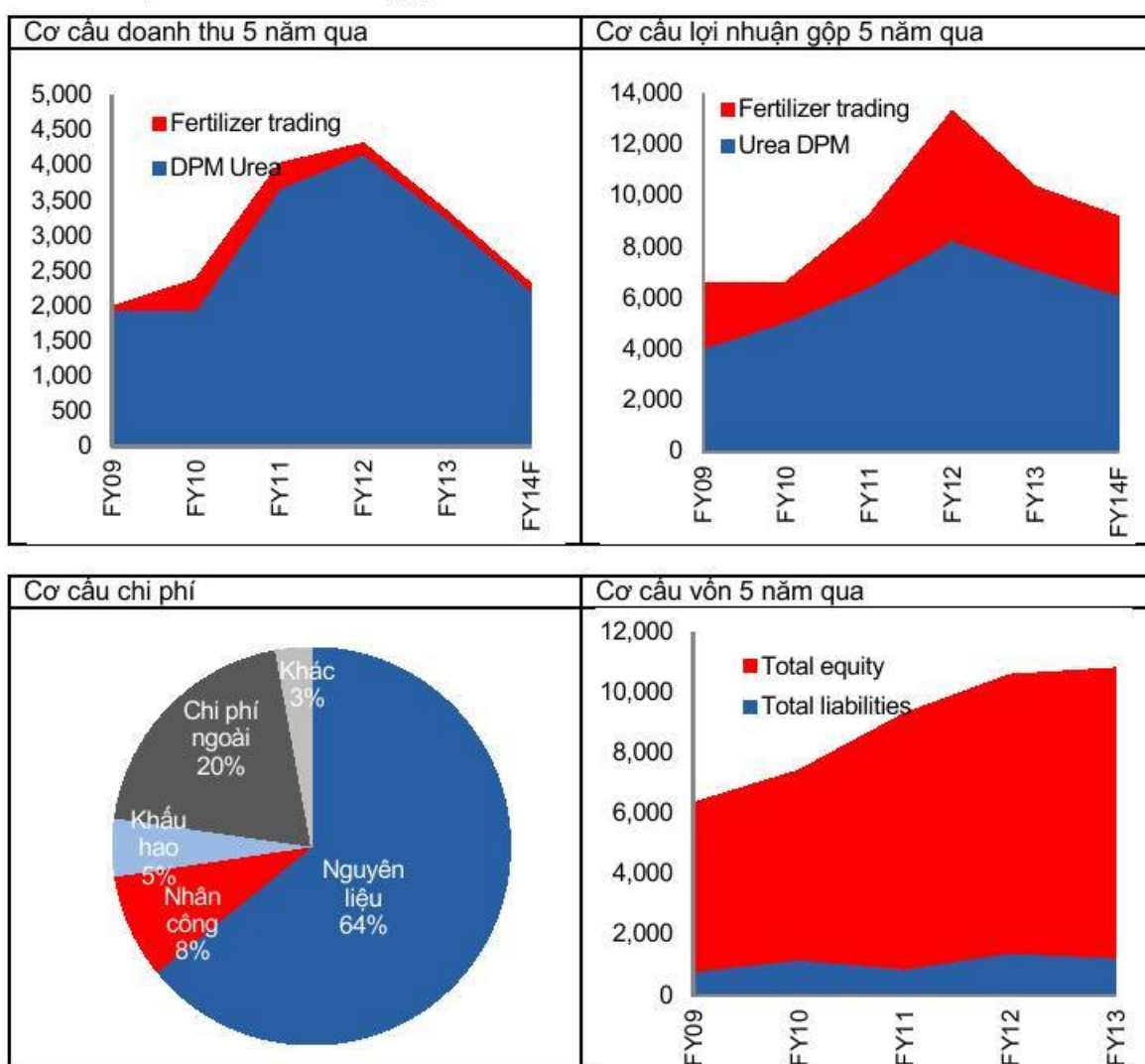
**Email**

[damphumy@pvfcco.com.vn](mailto:damphumy@pvfcco.com.vn)

**Điện thoại**

+84.8.38 265 285

Hình 1: Một số chỉ báo của công ty



Nguồn: Báo cáo tài chính 2013



**Hình 2: EPS của DPM chịu ảnh hưởng của giá bán ure trung bình nhiều hơn so với giá dầu; mỗi lần giá bán trung bình giảm 1% thì lợi nhuận sẽ giảm 3%; mỗi lần giá dầu giảm 1% thì lợi nhuận sẽ tăng 1%**

Giá dầu Brent USD/thùng							
Giá bán TB USD/tấn	75	70	65	60	55	50	45
396	4.693	5.009	5.326	5.643	5.959	6.276	6.592
367	3.737	4.053	4.370	4.687	5.003	5.320	5.636
346	3.060	3.377	3.694	4.010	4.327	4.643	4.960
333	2.627	2.943	3.260	3.576	3.893	4.210	4.526
326	2.414	2.731	3.047	3.364	3.680	3.997	4.314
320	2.202	2.518	2.835	3.151	3.468	3.784	4.101
307	1.785	2.102	2.418	2.735	3.051	3.368	3.684
289	1.185	1.502	1.818	2.135	2.451	2.768	3.084
266	433	750	1.066	1.383	1.699	2.016	2.333

Nguồn: Ước tính của VCSC

#### Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
8/01/2015	MUA	32.100	37.400
27/11/2014	KHẢ QUAN	28.800	32.100
19/05/2014	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	32.000	30.100
3/04/2014	KÉM KHẢ QUAN	43.600	30.100
19/11/2013	NẮM GIỮ	41.300	43.900
27/08/2013	NẮM GIỮ	40.800	43.900
7/02/2013	GIẢM	46.800	41.600

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Đăng Quế, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố tác động cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng,** Ngô Hoàng Long  
**Trưởng phòng,** Nguyễn Đức Tuấn  
**CV cao cấp,** Đặng Văn Pháp  
**CV cao cấp,** Đinh Thị Thùy Dương  
**Chuyên viên,** Ngô Đăng Quế  
**Chuyên viên,** Dương Mỹ Thanh  
**Chuyên viên,** Nguyễn Thảo Vy

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên,** Nguyễn Thị Anh Đào  
**Chuyên viên,** Văn Đình Vỹ  
**Chuyên viên,** Trần Minh Đức  
**Chuyên viên,** Nguyễn Ngọc Hoàng Hải  
**Chuyên viên,** Văn Đình Phong  
**Chuyên viên,** Ngô Thùy Trâm  
**CV PTKT cao cấp,** Nguyễn Thế Minh

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& Cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.