

## Ngành Phân bón

Báo cáo cập nhật

30 tháng 09, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **35.000**

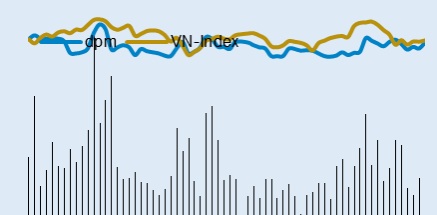
Giá thị trường (30/09/2015) **31.200**

Lợi nhuận kỳ vọng **12,2%**

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	28500 - 33800
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	11,778
SL cổ phiếu lưu hành	379.934.260
KLGD bình quân 10 ngày	464.739
% sở hữu nước ngoài	26.5%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9,6%
Beta	0,77

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DPM	0.6%	-1.3%	5.4%	6.2%
VN-Index	2.9%	-1.7%	-5.2%	1.8%

Chuyên viên phân tích

**Chế Thị Mai Trang**

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimai@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 tăng trưởng mạnh trong Q3/2015

**Dự báo KQKD Q3/2015 lạc quan.** Chúng tôi ước tính, trong Q3/2015 DPM có thể đạt được 2.791 tỷ VNĐ doanh thu và 485 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng 32% về doanh thu và 64% về lợi nhuận so với cùng kỳ năm 2014 nhờ giá bán tăng (+8%) và chi phí khí đầu vào giảm mạnh (-35%).

**Triển vọng 2015.** Chúng tôi ước tính trong cả năm 2015, DPM có thể đạt 9.521 tỷ VNĐ doanh thu và 1.535 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tương đương về doanh thu so với 2014 tuy nhiên lợi nhuận có thể tăng trưởng 41% do giá khí đầu vào thấp (-28%) và giá bán tăng nhẹ (+2%).

**Khuyến nghị đầu tư.** Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá OUTPERFORM đối với cổ phiếu DPM với giá kỳ vọng 35.000 VNĐ/cổ phần.

- Với mức giá đóng cửa ngày 30/9/2015, P/E 2015 của DPM hiện ở mức 7,7 lần – thấp hơn 15% so với P/E của DCM (9,09) và chỉ tương đương với bình quân của ngành phân bón (không tính trọng số vốn hóa); trong khi DPM có vị thế dẫn đầu thị trường urea, hoạt động kinh doanh ổn định và tỷ lệ cổ tức tốt.
- DPM đặt kế hoạch cổ tức 2015 ở mức 25% với kế hoạch lợi nhuận sau thuế 1.047 tỷ VNĐ. Với khả năng vượt kế hoạch đã đề ra, chúng tôi cho rằng tỷ lệ cổ tức của DPM 2015 có thể sẽ tăng lên tối thiểu ở mức 30%-35% bằng tiền mặt.
- Triển vọng 2016 khả quan khi giá dầu hiện vẫn đang được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm sau, do nguồn cung dư thừa trong khi nhu cầu tiêu thụ ở mức thấp.

Về dài hạn, chúng tôi hơi quan ngại về các dự án DPM đang triển khai. Hiện DPM đang tiến hành các dự án đầu tư mới, trong đó 2 dự án chính là UCF5/Formalin và dự án NH3, NPK tuy nhiên chúng tôi đánh giá triển vọng từ 2 dự án này không lớn.

## Một số chỉ tiêu tài chính của DPM

Chỉ số tài chính	2013	2014	2015F	Q3/2014	Q3/2015F
Doanh thu (tỷ đồng)	10.363	9.549	9.521	2.119	2.791
EBITDA (tỷ đồng)	2.677	1.556	2.105	472	623
EBIT (tỷ đồng)	2.471	1.288	1.900	343	565
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	2.179	1.134	1.594	295	485
EPS (đồng/cổ phần)	5.638	2.885	4.089	776	1.276
P/E (x)	5,53	10,81	7,63	40,19	24,45
P/B (x)	1,36	1,45	1,40	1,45	1,40
ROA (%)	20%	11%	16%	3%	4%
ROE (%)	24%	13%	18%	3%	5%

**Báo cáo cập nhật Q3/2015**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	0,02%
Sở hữu nước ngoài	26.57%
Sở hữu khác	73.41%

**CỔ ĐÔNG LỚN**

PVN	61,38%
Deutsche Bank AG, London Branch	5,02%
Market Vectors ETF Trust - Market Vectors - Vietnam ETF	4,64%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	13.322	13.322	10.363	9.549	9.521
Giá vốn	8.997	8.997	7.011	7.121	6.319
Lợi nhuận gộp	4.324	4.324	3.352	2.428	3.202
Doanh thu tài chính	568	568	429	407	307
Chi phí tài chính	7	7	8	5	10
Lợi nhuận sau thuế	3.070	3.070	2.179	1.134	1.594

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	5.629	5.629	4.032	5.078	5.448
Các khoản phải thu ngắn hạn	194	194	246	404	528
Hàng tồn kho	1.171	1.171	1.341	1.492	1.497
Tài sản cố định hữu hình	1.170	1.170	1.257	1.133	896
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	574	574	552	232	232
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.580</b>	<b>10.580</b>	<b>10.795</b>	<b>10.111</b>	<b>10.319</b>
Nợ ngắn hạn	1.192	1.192	1.110	979	951
Nợ dài hạn	19	19	26	62	6
Vốn chủ sở hữu	8.960	8.960	9.335	8.788	9.021
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>10.580</b>	<b>10.580</b>	<b>10.795</b>	<b>10.111</b>	<b>10.319</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	44%	44%	-22%	-8%	0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-2%	-2%	-29%	-48%	41%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	32%	32%	32%	25%	34%
Lợi nhuận thuần biên (%)	23%	23%	21%	12%	17%
ROA (%)	31%	31%	20%	10.85%	15.61%
ROE (%)	36%	36%	24%	12.52%	17.90%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	11%	11%	11%	10%	9%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	14%	14%	12%	12%	11%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	7.945	7.945	5.638	2.885	4.089
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	22.627	22.627	22.976	21.459	22.271

## Lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong Q3/2015

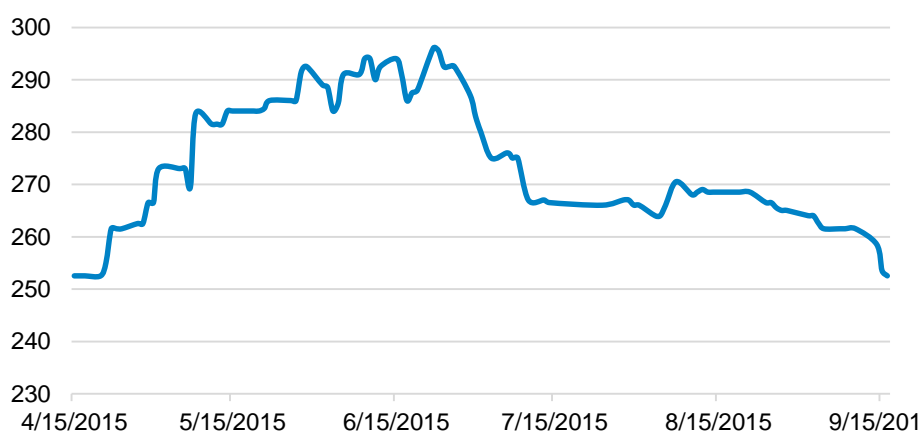
Chúng tôi ước tính, trong Q3/2015 DPM có thể đạt được 2.791 tỷ VNĐ doanh thu và 485 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng 32% về doanh thu và 64% về lợi nhuận so với cùng kỳ năm 2014.

**Giá bán trong nước tăng do nguồn cung khan hiếm.** Mặc dù giá phân urea thế giới theo chiều hướng suy giảm trong cả quý 3/2015, tuy nhiên giá urea trong nước lại tăng lên do nguồn cung khan hiếm:

- ❑ Đợt mưa lũ kỷ lục diễn ra cuối tháng 7/2015 tại Quảng Ninh khiến nguồn cung than bị ảnh hưởng nặng nề, trong khi lượng than dự trữ được ưu tiên cho các nhà máy nhiệt điện để đảm bảo an ninh năng lượng, do đó Đạm Ninh Bình và Đạm Hà Bắc đều thiếu than để sản xuất.
- ❑ Trong Q3/2015, Đạm Cà Mau đã tạm dừng sản xuất 15 ngày từ 13/8 đến 23/8 để bảo dưỡng định kỳ.
- ❑ Hoạt động sản xuất của DPM ổn định tuy nhiên lượng hàng dự trữ đầu Q3/2015 ở mức thấp do đã thực hiện bảo dưỡng định kỳ 20 ngày trong Q2/2015, khiến sản lượng sản xuất thấp hơn khoảng 55.000 tấn so với sản lượng tiêu thụ và lượng hàng tồn kho bị sụt giảm tương ứng.

Sản lượng sản xuất urea của cả nước trong tháng 8/2015 chỉ đạt 150.300 tấn giảm 20% so với cùng kỳ 2014. Nguồn cung thiếu hụt đã đẩy giá urea trong nước tăng cao, đặc biệt trong tháng 8/2015. Giá urea Phú Mỹ tại thị trường Đông Nam Bộ đã tăng từ mức 7.450 VNĐ/kg – 7.550 VNĐ/kg vào cuối tháng 6/2015 lên mức 7.800 – 8.100 VNĐ/kg vào cuối tháng 9/2015. Bình quân trong cả Q3/2015, BVSC ước tính giá bán urea Phú Mỹ tăng khoảng 8% so với Q3/2014, đạt 7.950 VNĐ/kg.

Diễn biến giá urea Yuzhny thế giới (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

**Sản lượng tiêu thụ giảm do tồn kho thấp.** Sản lượng tiêu thụ urea Phú Mỹ trong Q3/2015 ước đạt 173.600 tấn, giảm 7% so với cùng kỳ 2014. Tính chung 9 tháng đầu năm 2015, DPM có thể tiêu thụ được 611.000 tấn urea Phú Mỹ,

**Báo cáo cập nhật Q3/2015**

giảm 37.000 tấn so với cùng kỳ 2014 do dừng hoạt động để bảo dưỡng định kỳ.

**Giá khí đầu vào giảm mạnh.** Với giá dầu FO ở mức thấp, giá khí bình quân của DPM trong Q3/2015 có thể ở mức 4,1 USD/mm BTU, giảm 44% so với Q3/2014 (7,32 USD/mmBTU). Tuy nhiên chi phí khí của DPM trong Q3/2015 có thể chỉ giảm 35% so với Q3/2014, do 2 yếu tố: đồng USD tăng giá và chi phí tăng lên do không được bù trừ thuế VAT đầu vào đối với khí tự nhiên (10%) theo quy định của Luật thuế 71.

**Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2015 của DPM**

Chỉ tiêu	Q3/2014	Q3/2015F	% thay đổi	Lũy kế 2014	Lũy kế 2015F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	2119	2791	32%	7.123	7.966	12%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	295	485	64%	966	1270	31%

## Triển vọng 2015

Chúng tôi ước tính trong cả năm 2015, DPM có thể đạt 9.521 tỷ VNĐ doanh thu và 1.535 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tương đương về doanh thu so với 2014 tuy nhiên lợi nhuận có thể tăng trưởng 41% do giá khí đầu vào thấp (-28%) và giá bán tăng nhẹ (+2%).

**Dự báo kết quả kinh doanh 2015 của DPM**

Chỉ tiêu	2014	2015F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	9.549	9.521	0%	<p><b>Sản lượng.</b> Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ urea Phú Mỹ năm 2015 có thể đạt 820.000 tấn, giảm 3% so với năm 2014 do phải tiến hành bảo dưỡng định kỳ.</p> <p><b>Giá bán.</b> Giá phân urea trong Q4/2015 nhiều khả năng sẽ giảm do nguồn cung trở lại ổn định và ảnh hưởng từ giá urea thế giới giảm. Chúng tôi giả định giá urea Q4/2015 bình quân ở mức 7.400 VNĐ/kg. Theo đó giá bình quân urea Phú Mỹ trong cả năm 2015 ở mức 7.569 VNĐ/kg, tăng 2% so với 2014.</p>
Giá vốn	7.121	6.319	-11%	Giá dầu thô trong Q4/2015 được giả định ở mức 47 USD/thùng (theo dự báo của các tổ chức tài chính lớn trên thế giới do Bloomberg tổng hợp), theo đó giá khí đầu vào của DPM có thể tương đương với Q3/2015, ở mức 4,1 USD/mmBTU. Tổng chi phí khí đầu vào của DPM năm 2015 có thể giảm khoảng 28% so với 2014.
Lợi nhuận gộp	2.428	3.202	32%	
Doanh thu tài chính	407	307	-25%	Doanh thu tài chính 2014 có khoản đột biến từ bán cổ phần PVC (78,5 tỷ VNĐ)
Chi phí tài chính	5	10	111%	
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	-280	-350	25%	Trong nửa đầu năm DPM đã hạch toán lỗ 168 tỷ VNĐ từ liên doanh liên kết (PV Tex, trong đó DPM giữ 25,99%). Giả định trong cả năm 2015, DPM sẽ hạch toán khoảng 350 tỷ VNĐ lỗ từ PVTex.

Tuy nhiên hoạt động sản xuất kinh doanh của PVTex đang có nhiều điểm khả quan, khi đầu tháng 8/2015 Vinatex và PVN đã ký thỏa thuận hợp tác tiêu thụ sản phẩm xơ sợi của PVTex. Bên cạnh đó, nếu Việt Nam hoàn tất đàm phán TPP, thì nguyên tắc về xuất xứ sản phẩm dệt may phải bắt nguồn từ xơ sợi nội địa sẽ tạo thuận lợi cho hoạt động của PVTex và giúp cải thiện hoạt động kinh doanh của Công ty này trong các năm tới.

Lợi nhuận trước thuế	1.285	1.900	48%
Lợi nhuận sau thuế	1.134	1.594	41%
EPS	2.885	4.089	42%

Thuế TNDN tăng lên 15% từ mức 7,5% năm 2014

## Khuyến nghị đầu tư

Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá OUTPERFORM đối với cổ phiếu DPM với giá kỳ vọng 35.000 VNĐ/cổ phần.

- Lợi nhuận năm 2015 có thể tăng trưởng mạnh do được hưởng lợi khi giá khí đầu vào giảm theo giá dầu FO thế giới. Với mức giá đóng cửa ngày 29/9/2015, P/E 2015 của DPM hiện ở mức 7,7 lần – thấp hơn 15% so với P/E của DCM (9,09) và chỉ tương đương với bình quân của ngành phân bón; trong khi DPM có vị thế dẫn đầu thị trường urea, hoạt động kinh doanh ổn định và tỷ lệ cổ tức tốt.
- DPM đặt kế hoạch cổ tức 2015 ở mức 25% với kế hoạch lợi nhuận sau thuế 1.047 tỷ VNĐ. Với khả năng vượt kế hoạch đã đề ra, chúng tôi cho rằng tỷ lệ cổ tức của DPM 2015 có thể sẽ tăng lên tối thiểu ở mức 30%-35% bằng tiền mặt (cổ tức năm 2013 và 2014 lần lượt là 50% và 30% bằng tiền mặt) tương đương tỷ suất cổ tức ở mức 10%, là mức khá hấp dẫn.
- Triển vọng 2016 dự báo sẽ khả quan khi giá dầu hiện vẫn đang được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm sau, do nguồn cung dư thừa trong khi nhu cầu tiêu thụ ở mức thấp.

Về dài hạn, chúng tôi hơi quan ngại về các dự án DPM đang triển khai. Hiện DPM đang tiến hành các dự án đầu tư mới, trong đó 2 dự án chính là UCF5/Formalin và dự án NH3, NPK tuy nhiên chúng tôi đánh giá triển vọng từ 2 dự án này không lớn:

- Dự án UCF85/Formalin: vốn đầu tư 400 tỷ VNĐ, sản xuất 7.000 tấn UCF85 và 13.000 tấn Formalin. Dự án này sau khi hoàn thành cũng sẽ không thay đổi đáng kể KQKD của DPM khi doanh thu ước tính chỉ khoảng 300 tỷ VNĐ, tương đương 3% doanh thu hiện tại của DPM.
- Dự án NH3/NPK: công suất 90.000 tấn NH3 và 250.000 tấn NPK, vốn đầu tư khoảng 5.000 tỷ VNĐ, trong đó 70% là vốn vay và 30% vốn tự có, sử dụng công nghệ sản xuất NPK cao cấp nhất hiện nay là công nghệ hóa học và dự kiến đi vào hoạt động tháng 7/2017.

Trong các năm trở lại đây, DPM cũng đã nhập khẩu sản phẩm NPK và đóng bao Phú Mỹ để tiêu thụ trong nước nhằm quảng bá sản phẩm và thâm nhập thị trường. DPM không tiết lộ sản lượng NPK Phú Mỹ đã tiêu thụ trong các năm trở lại đây, tuy nhiên chúng tôi ước tính sản lượng này là không cao. CTCP Phân bón hóa chất và dầu khí Đông Nam Bộ (PSE) chỉ tiêu thụ được 16.419 tấn NPK Phú Mỹ trong năm 2014. CTCP Phân bón hóa chất và dầu khí Tây Nam Bộ (PSW) năm 2014 chỉ đạt 47,3 tỷ VNĐ doanh thu từ NPK Phú Mỹ (tương đương 5.000 tấn – với giá bình quân 9,5 triệu VNĐ/tấn). Trong khi 2 công ty này chịu trách nhiệm phân phối sản phẩm DPM tại Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ - 2 thị trường chính chiếm 50% doanh thu của DPM. Do đó, có thể sản lượng tiêu thụ NPK Phú Mỹ năm 2014 chỉ dưới 50.000 tấn. Sản phẩm này sẽ cùng loại với sản phẩm công ty NPK công ty sẽ sản xuất sắp tới. Trong điều kiện nguồn cung hiện tại đã đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ, NPK là sản phẩm có mức độ cạnh tranh gay gắt nhất trong các sản phẩm phân bón hiện nay. Ngoài 20 nhà máy sản xuất chính có tổng công suất 5 triệu tấn/năm, còn hàng chục cơ sở nhỏ chuyên phối trộn thủ công các loại phân bón khác nhau để sản xuất ra hàng trăm loại NPK. Mặc dù DPM cho biết NPK của Công ty sẽ là sản phẩm chất lượng cao mà hiện nay vẫn phải nhập khẩu, tuy nhiên số liệu của Hải quan cho thấy sản lượng NPK nhập khẩu bình quân trong vòng 5 năm trở lại đây chỉ ở mức 285.000 tấn, và sản lượng xuất khẩu cũng đạt 232.000 tấn. Nếu không ngoại trừ trường hợp tạm nhập tái xuất, thì có khả năng sản lượng NPK chất lượng cao cần nhập hàng năm sẽ thấp hơn 285.000 tấn/năm. Dựa trên các yếu tố trên: cạnh tranh trong ngành cao, nhu cầu của thị trường đối với sản phẩm không lớn, sản phẩm NPK Phú Mỹ bán thử nghiệm chưa đạt sản lượng tốt, chúng tôi cho rằng việc DPM có thể đạt tối đa công suất (250.000 tấn/năm) sau khi nhà máy đi vào hoạt động sẽ không phải dễ dàng, và lợi nhuận từ dự án này sẽ không cao và không đảm bảo được tiềm năng tăng trưởng về dài hạn của 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