

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá mục tiêu 36,000 VND
Giá hiện tại 30,800 VND

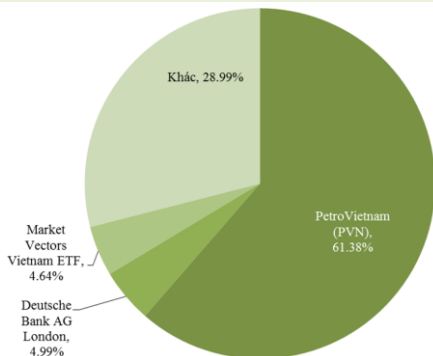
Le Minh Triet
 (+84-8) 5413-5472
trietle@phs.vn

Sơ lược công ty

Mã CP	DPM
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3,800
CP đang lưu hành (triệu)	379.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,701
Biên độ 52 tuần (đồng)	28,600 - 48,800
KLGD trung bình 3 tháng	830,617
Beta	1.04
Sở hữu nước ngoài	23.91%
Ngày niêm yết đầu tiên	05/11/2007

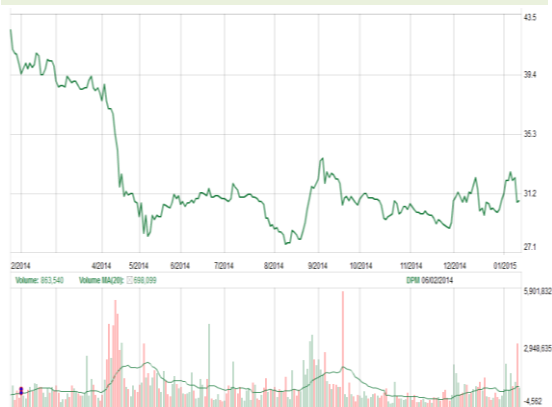
Cổ đông lớn

PetroVietnam (PVN)	61.38%
Deutsche Bank AG London	4.99%
Market Vectors Vietnam ETF	4.64%



Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	+1.6	-2.6	-14.5
Phần trăm (%)	+5.5	-7.8	-32



THU HỢP LỢI NHUẬN TRONG NĂM 2014

Gánh nặng chi phí đầu vào thu hẹp KQKD 9M14: So với cùng kỳ năm trước, giá bán của DPM đã giảm trung bình 10% yoy dẫn đến doanh thu thuần của DPM điều chỉnh còn 7,099 tỷ VND (-11.3%). Tác động lớn nhất đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của DPM là việc điều chỉnh tăng giá khí tự nhiên đầu vào (vốn chiếm 70% chi phí sản xuất chính) lên thêm 10%. Điều này dẫn đến tỷ trọng Giá vốn hàng bán trên Doanh thu thuần tăng vọt từ 65% (9M13) lên 74.3% (9M14). Thêm vào đó, DPM còn ghi nhận khoản lỗ 185.5 tỷ đến từ công ty liên kết là CTCP Hóa dầu & Xơ sợi tổng hợp (PVTex) và CTCP Phát triển đô thị Dầu khí (PVC-Mekong) nên LNST 9M14 đột ngột giảm mạnh 52.3% chỉ còn 938.4 tỷ VND.

Công nghệ mới và kế hoạch mở rộng giữ giá phân urea ở mức thấp: Năm 2014, giá ure thế giới tiếp tục giảm do nhu cầu thấp và nguồn cung dư thừa. Các nhà máy sản xuất phân urea ở Bắc Phi và Trung Đông vừa được cải tiến công nghệ và mở rộng công suất thêm 1.5 – 2 triệu tấn/năm từ năm 2013. Cùng thời điểm đó, Mỹ cũng xây dựng thêm nhà máy mới ở Dakota và mở rộng công suất nhà máy Solagan với công suất dự kiến nâng thêm khoảng 1.6 triệu tấn/năm. Với 3 khu vực cung cấp phân bón chính cho thị trường thế giới đều nâng tổng công suất lên cao, thặng dư phân bón sẽ tiếp tục gia tăng trung bình 6%/năm trong giai đoạn 2015 – 2017, theo như dự báo của International Fertilizer Industry Association - một tổ chức quốc tế chuyên về nghiên cứu và tư vấn cho thị trường phân bón. Ngoài việc dư thừa tổng cung, việc áp dụng công nghệ mới cũng góp phần hạ giá bán xuống mức hấp dẫn hơn. Và nếu nền nông nghiệp thế giới vẫn còn gánh chịu hậu quả từ cuộc suy thoái kinh tế hiện tại thì giá bán phân urea sẽ còn ở mức thấp thêm một thời gian nữa.

Ở Việt Nam, giá phân urea trong nước tiếp tục chịu sức ép từ việc dư cung nội địa và giá giảm ở thị trường chung thế giới.

Quy định mới về thuế giá trị gia tăng ảnh hưởng tiêu cực đến chi phí sản xuất của các doanh nghiệp sản xuất phân bón: Ngày 04/12/2014, Bộ Tài chính đã ban hành Công văn số 17709/BTC-TCT về thuế giá trị gia tăng (GTGT) với thay đổi đáng chú ý là việc chuyển mặt hàng phân bón từ danh mục chịu thuế GTGT 5% sang danh mục không chịu thuế GTGT. Trước đây, các doanh nghiệp phân bón trong nước chịu thuế GTGT đầu vào là 10% và chịu thuế GTGT đầu ra là 5% nên được hưởng chênh lệch và hoàn thuế. Như vậy, khi áp dụng quy định mới kể trên từ 01/01/2015, chi phí sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón sẽ tăng tương ứng với số tiền không được hoàn thuế GTGT.

Trước thực trạng trên, DPM đã có động thái giảm mục tiêu LNST 2015 đồng thời lên kế hoạch đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu do phân bón xuất khẩu là mặt hàng chịu thuế VAT 0% và được hoàn thuế GTGT.

Triển vọng 2015 vẫn còn mờ nhạt dù điều chỉnh giảm giá mua

khí: Giá mua khí của DPM được tính theo công thức: $P = MFO \cdot 46\% + Tp$. Trong đó: MFO là giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore và Tp là chi phí vận chuyển và phân phối. Theo hợp đồng mới được điều chỉnh, chi phí vận chuyển và phân phối (Tp) sẽ là 0.92 USD/mmBTU trong năm 2015, tức tăng 46% so với hợp đồng ký kết trước đây với PV GAS (0.63 USD/mmBTU). Trong khi đó, giá dầu FO đang có chiều hướng giảm mạnh cùng với giá dầu thô thế giới nên mặc dù Tp tăng nhưng giá mua khí (P) sẽ giảm và điều này giúp giảm chi phí sản xuất của DPM. Với giả định mức giảm giá khí như hiện nay, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của DPM trong năm 2015 sẽ tăng trở lại mức 33%. Mặt khác, do nhà máy sản xuất chính của DPM sẽ bảo dưỡng định kỳ nên dự báo sản lượng sản xuất sẽ giảm 2% dẫn đến doanh thu thuần 2015 điều chỉnh giảm 5% yoy còn 8,901 tỷ VND. Với giả định các yếu tố khác không quá biến động so với năm 2014, LNST tương ứng của DPM sẽ đạt 1,469 tỷ VND (+5% yoy).

Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG với giá mục tiêu là 36,000 VND.

Chúng tôi định giá cổ phiếu DPM ở mức 36,000 VND dựa trên 2 phương pháp: P/E (tỷ trọng 60%, P/E kỳ vọng 10.0x và EPS dự phóng năm 2014) và P/B (tỷ trọng 40%, P/B kỳ vọng 1.4x và giá trị sổ sách dự phóng năm 2014). Giá mục tiêu của DPM hiện đang cao hơn giá thị trường (30,800 VND) 16.9% nên chúng tôi đánh giá **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu này.

(tỷ VND)	2012	2013	KH 2014	2014E
Doanh thu thuần	13,546	10,458	8,700	9,370
<i>Biên LN gộp</i>	33.6%	33.0%		26.0%
<i>Biên LN HĐKD</i>	23.9%	21.6%		13.0%
LN trước thuế	3,766	2,659	1,384	1,615
LN sau thuế	3,241	2,312	1,219	1,399
<i>Tăng trưởng so với cùng kỳ</i>	1.0%	-28%		-39%
EPS (TTM)	8,584	6,085		3,682
Giá trị sổ sách	23,731	24,599		24,841
P/E	3.6	5.1		10.0
P/B	1.3	1.3		1.4

Sơ lược công ty

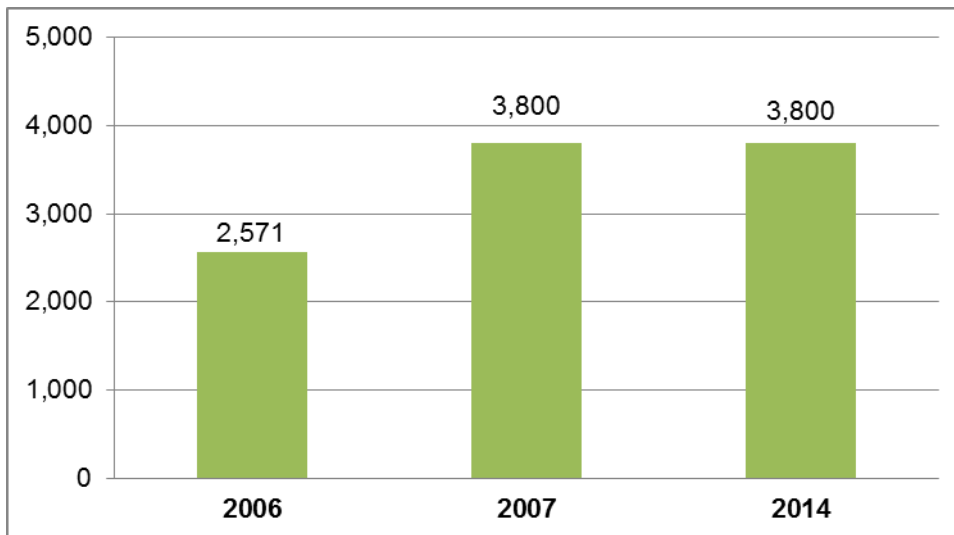
Là một trong những nhà sản xuất phân urê lớn nhất của Việt Nam, DPM hiện đang dẫn đầu thị trường phân urê trong nước với hơn 40% thị phần. Ngoài ra, DPM có một hệ thống phân phối trên toàn quốc và các nhà kho với các trung tâm vận chuyển ở mỗi khu vực trọng điểm. Đây là những yếu tố quan trọng giúp DPM cải thiện các lợi thế cạnh tranh và khẳng định vị thế dẫn đầu thị trường của mình.

Lịch sử công ty

- Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí tiền thân là Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí thành lập tháng 5/2003 và chính thức vận hành vào tháng 01/2004.
- Tháng 4/2007, công ty chuyển đổi thành công ty cổ phần.
- Tháng 11/2007, chính thức niêm yết 380 triệu cổ phần trên HOSE với mã cổ phiếu DPM.
- Tháng 5/2008, chuyển từ công ty cổ phần thành tổng công ty, vận hành với mô hình các công ty mẹ-con



Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: DPM

Chỉ số tài chính (tỷ VND)

Kết quả kinh doanh	2012	2013	2014E	Chỉ số tài chính	2012	2013	2014E
Doanh thu thuần	13,546	10,458	9,370	Chỉ tiêu tăng trưởng			
Giá vốn hàng bán	8,997	7,011	6,934	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	45%	-23%	-10%
Lợi nhuận gộp	4,549	3,447	2,436	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận gộp	10%	-24%	-29%
Chi phí quản lý DN	1,311	1,187	1,218	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng	1%	-29%	-39%
Doanh thu tài chính	568	429	406	Tỷ lệ tăng tổng tài sản	14%	2%	2%
Chi phí tài chính	7	8	8	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu	9%	4%	1%
Lợi nhuận tài chính	2	3	3	Chỉ tiêu hiệu quả			
LN hoạt động kinh doanh	3,237	2,260	1,218	Biên lợi nhuận gộp	34%	33%	26%
Lợi nhuận trước thuế	3,766	2,659	1,615	Biên LN trước thuế	28%	25%	17%
Lợi nhuận sau thuế	3,241	2,312	1,399	Lợi nhuận ròng biên	24%	22%	15%
Cân đối kế toán	2012	2013	2014E	ROA	31%	21%	13%
Tổng tài sản	10,581	10,805	10,984	ROE	36%	25%	15%
Tài sản ngắn hạn	7,204	7,515	7,663	Phân tích DuPont			
Tiền và tương đương tiền	5,629	4,032	5,156	Lợi nhuận ròng biên (1)	24%	22%	15%
Khoản phải thu	194	246	460	Vòng quay tổng tài sản (2)	128%	97%	85%
Tồn kho	1,171	1,341	1,255	Đòn bẩy (3)	118%	116%	116%
Tài sản dài hạn	3,377	3,290	3,321	ROE = (1)x(2)x(3)	36%	25%	15%
Phải thu dài hạn	575	541	324	Chỉ tiêu quản lý			
Tài sản cố định	2,371	2,368	2,626	Số ngày phải thu	8.94	7.71	17.93
Tổng nguồn vốn	10,581	10,805	10,984	Số ngày tồn kho	47.30	65.39	66.09
Nợ phải trả	1,415	1,249	1,336	Số ngày phải trả	14.63	25.52	31.02
Vay ngắn hạn	1,396	1,223	1,304	Vòng quay tổng tài sản	1.28	0.97	0.85
Khoản phải trả	398	606	582	Vòng quay tài sản dài hạn	4.01	3.18	2.82
Vay dài hạn	19	26	32	Vòng quay tài sản cố định	5.71	4.42	3.57
Vốn chủ sở hữu	8,960	9,346	9,438	Hệ số thanh toán			
Vốn điều lệ	3,800	3,800	3,800	Thanh toán hiện tại	5.16	6.14	5.88
Thặng dư vốn	-	21	21	Thanh toán nhanh	4.32	5.05	4.91
Quý đầu tư phát triển	2,525	2,526	2,526	Thanh toán tiền mặt	4.03	3.30	3.95
Lợi nhuận giữ lại	1,975	2,036	2,128	Cơ cấu vốn			
Dòng tiền	2012	2013	2014E	Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	0.16	0.13	0.14
Tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	3,280	1,529	1,544	Tổng nợ/tổng tài sản	0.13	0.12	0.12
Tiền thuần từ hoạt động đầu tư	135	(1,557)	940	Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	1.18	1.16	1.16
Tiền thuần từ hoạt động tài chính	(1,855)	(1,569)	(1,361)	Chỉ tiêu trên cổ phần			
Dòng tiền thuần trong kỳ	1,559	(1,597)	1,123	PE	3.59	5.06	10.0
Tiền đầu kỳ	4,070	5,629	4,032	PBV	1.30	1.25	1.4
Tiền cuối kỳ	5,629	4,032	5,156	PS	0.86	1.12	1.25
				EPS	8,584	6,085	3,682
				Tiền/cổ phiếu	9,148	6,742	4,201
				Giá trị sổ sách	23,731	24,599	24,841

Nguồn: PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 5, tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

Website: www.phs.vn | **E-mail:** info@phs.vn