

CTCP Phân bón & Hóa chất Dầu khí (DPM)

MUA

Ngô Đăng Quế
Chuyên viên

Cập nhật Công Nghiệp

Giá mục tiêu	34.200VND
Giá hiện tại	30.200VND
Cổ tức bằng tiền mặt	3.000VND
TL tăng	13,2%
Lợi suất cổ tức	8,1%
Tổng lợi nhuận	21,3%

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 VNĐ	43.000
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	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.

Tăng mục tiêu lợi nhuận 37% vì KQLN Quý 1 tăng mạnh nhờ giá dầu thấp

- KQLN Quý 1/2015 của DPM cho thấy mục tiêu của công ty quá thận trọng, khiến ban lãnh đạo điều chỉnh tăng EPS mục tiêu 37% lên 2.755 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, mục tiêu này vẫn thấp hơn 18% so với dự báo của chúng tôi.
- Lợi nhuận Quý 1/2015 tăng 21% so với cùng kỳ năm ngoái: Nhờ giá dầu ở mức thấp, chi phí đầu vào giảm 33% so với cùng kỳ năm ngoái, phần nào bù đắp lại việc giá bán trung bình lẫn sản lượng cùng giảm.
- ĐHCĐ đã thông qua việc tăng cổ tức bằng tiền mặt năm 2014 lên 3.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 9%) và đưa ra mức cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2015 là 2.500 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 8%).
- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA từ Khả Quan. Tại mức giá 30.200 đồng/cổ phiếu (ngày 22/04/2015), DPM hiện đang giao dịch với PER là 9 lần EPS 2015 theo ước tính của VCSC là 3.352 đồng (tăng 16% so với năm 2014).

LNST sơ bộ Quý 1/2015 tăng mạnh 21% so với cùng kỳ năm ngoái và 199% so với Quý 4/2014 lên 476 tỷ đồng dù doanh thu giảm 6% xuống 2.386 tỷ đồng. Sản lượng và giá bán u-rê của DPM trong Quý 1/2015 thấp hơn khoảng 5% so với Quý 1/2014, tại mức 227.000 tấn và 7.500 đồng/kg, khiến doanh thu giảm 6%. Tuy nhiên, giá khí đầu vào trong Quý 1/2015 chỉ là 4,5USD/MMBTU, thấp hơn 33% so với Quý 1/2014, hỗ trợ lợi nhuận ròng của DPM.

Ban lãnh đạo nâng mục tiêu LNST 2015 lên 1.047 tỷ đồng (EPS là 2.755 đồng), cao hơn 37% so với mục tiêu ban đầu với giả định giá dầu Brent giảm, khiến giá khí đầu vào giảm 27% xuống 4,95USD/MMBTU. Điều này sẽ bù đắp lại việc giá u-rê giảm 8% theo dự báo và sản lượng giảm 5% do bảo trì trong toàn bộ tháng năm. Chúng tôi xin lưu ý mục tiêu EPS của DPM vẫn thấp hơn 18% so với dự báo của chúng tôi là 3.352 đồng (tăng 16% so với năm 2014) trên cơ sở giá dầu 60USD/thùng.

KQLN Quý 1/2015 phù hợp với dự báo của chúng tôi vì đây là giai đoạn cao điểm trong năm, có sản lượng bán ra cao nhất nhằm phục vụ vụ mùa đông xuân. Giá dầu Brent trung bình cũng mất mốc 60USD/thùng trong giai đoạn này. Lợi nhuận Quý 1/2015 đạt 476 tỷ đồng, tương đương 45% mục tiêu mới của ban lãnh đạo và 37% dự báo của chúng tôi.

Thông qua cổ tức bằng tiền mặt tại mức 3.000 đồng/cổ phiếu, tỷ lệ trả cổ tức đạt 104%. Cổ tức đợt 1 gồm 1.500 đồng đã được trả trong tháng 09/2014 và phần còn lại dự kiến sẽ được trả trong tháng 05/2015.

Thông qua cổ tức bằng tiền mặt 2015 tại mức 2.500 đồng/cổ phiếu, tỷ lệ trả cổ tức 91% trên cơ sở EPS mục tiêu ban lãnh đạo đề ra là 2.755 đồng và lợi suất cổ tức 8%. Ngoài ra, công ty còn phát hành cổ phiếu ESOP cho nhân viên với giá 10.000 đồng/cổ phiếu trong Quý 2/2015, hạn chế chuyển nhượng trong 1 năm.

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	10.363	9.549	9.271	9.231	10.966
LNST (tỷ đồng)	2.215	1.097	1.274	1.276	1.416
Biên lợi nhuận gộp (%)	32,3%	25,4%	31,4%	32,4%	3,727
Biên LN từ hoạt động (%)	20,9%	12,1%	15,1%	14,6%	11,0%
Biên LNST (%)	21,4%	11,5%	13,7%	13,8%	31,9%
EPS, pha loãng hoàn toàn (VNĐ)	5.830	2.888	3.352	3.359	14,9%
Tăng trưởng EPS (%)	-26,6%	-50,5%	16,1%	0,2%	12,9%
Giá trị doanh nghiệp / EBITDA	4,4	8,1	7,8	8,7	7,0
Giá CP / dòng tiền tự do, theo giá TT	-17,7	-10,6	13,8	15,9	14,0
Giá CP / LN, theo giá TT	5,4	11,0	9,5	9,4	8,5
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	1,3	1,4	1,2	1,2	1,1
ROA (%)	21,1%	10,9%	11,4%	9,6%	10,0%
ROE (%)	24,1%	12,2%	13,6%	12,7%	13,6%
Ng/CSH (%)	0,7%	1,1%	13,8%	28,7%	20,6%

Lưu ý: LNST = Lợi nhuận sau thuế và sau lợi ích CĐTS

Hình 1: Tóm tắt mục tiêu ban lãnh đạo đề ra và giả định

	DPM	VCSC
Giá bán trung bình của u-rê (VND/kg)	6.800	6.984
Sản lượng u-rê DPM (nghìn tấn)	800	835
Giá dầu Brent (USD/thùng)	65	60
Lỗ từ PVTex (tỷ VND)	200	200
Tác động của thuế GTGT lên LNST (tỷ VND)	300	300
LNST (tỷ VND)	1.047	1.274

Hình 2: EPS của DPM chịu ảnh hưởng của giá bán trung bình nhiều hơn so với giá dầu; Giá bán trung bình giảm 1% sẽ khiến lợi nhuận giảm 3%, giá dầu giảm 1% sẽ khiến lợi nhuận giảm 1%

Giá dầu Brent: USD/thùng							
Giá bán TB VND/kg	75	70	65	60	55	50	45
7.400	3.092	3.387	3.693	3.994	4.304	4.609	4.914
7.200	2.784	3.079	3.384	3.685	3.995	4.301	4.606
6.984	2.450	2.745	3.051	3.352	3.662	3.967	4.272
6.800	2.167	2.462	2.768	3.069	3.378	3.684	3.989
6.700	2.012	2.308	2.613	2.914	3.224	3.530	3.835

Nguồn: Ước tính của VCSC

Giả định của DPM

VCSC

Hình 3: Phân tích độ nhạy đối với các thay đổi về TL tăng (không tính lợi suất cổ tức 8%)

Giá dầu Brent USD/thùng							
ASP VND/kg	75	70	65	60	55	50	45
7,400	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
7,200	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
6,984	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
6,800	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
6,700	6%	7%	8%	9%	11%	12%	13%

Nguồn: Ước tính của VCSC

Giả định của DPM

VCSC



Kết quả Lợi nhuận

2015E (ước tính)	Quý 1 (01/2015 - 03/2015)	Quý 2 (04/2015 - 06/15)	Quý 3 (07/2015 -09/2015)	Quý 4 (10/2015 -12/2015)	YTD	Mục tiêu của DPM	Dự báo của VCSC (01/2015 - 12/2015)
Doanh thu	2.568	2.410	1.922	2.389	9.289	9.246	9.289
<i>Doanh thu Đạm Phú Mỹ</i>	1.728	1.610	1.122	1.389	5.849	NA	5.849
<i>Sản lượng (tấn)</i>	240	230	165	200	835	800	835
<i>Giá bán trung bình (USD/tấn)</i>	340	330	321	328	330	323	326
<i>Doanh thu từ thương mại</i>	640	600	600	800	2.640	NA	2.640
<i>Khác</i>	200	200	200	200	800	NA	800
Biên lợi nhuận gộp							
<i>Doanh thu Đạm Phú Mỹ</i>	49,00%	45,11%	37,15%	38,67%	43,21%	NA	43,21%
<i>Giá khí đầu vào (USD/MMBTU)</i>	4,27	4,54	4,78	4,95	4,63	5,0	4,64
<i>Doanh thu từ thương mại</i>	4,70%	5,00%	5,00%	5,00%	4,93%	NA	4,93%
<i>Khác</i>	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	NA	35,00%
LNST	442	371	246	215	1.274	1.047	1.274
Biên LNST (%)	17,20%	15,39%	12,80%	9,02%	13,71%	11,3%	13,71%
EPS	1.162	976	647	567	3.352	2.755	3.352

2014	Quý 1 (01/2014 - 03/2014)	Quý 2 (04/2014 - 06/15)	Quý 3 (07/2014 -09/2014)	Quý 4 (10/2014 -12/2014)	YTD	Mục tiêu của DPM (01/2014 - 12/2014)	Dự báo của VCSC (01/2014 - 12/2014)
Doanh thu	2.502	2.477	2.120	2.450	9.549	8.700	9.207
<i>Doanh thu Đạm Phú Mỹ</i>	1.807	1.634	1.359	1.515	6.315	NA	6.143
<i>Sản lượng (tấn)</i>	239	222	187	202	850	800	835
<i>Giá bán trung bình (VND/kg)</i>	7.562	7.349	7.278	7.500	7.422	NA	7.356
<i>Doanh thu từ thương mại</i>	520	637	584	748	2.489	NA	2.597
<i>Khác</i>	175	206	176	187	744	NA	467
Biên lợi nhuận gộp							
<i>Doanh thu Đạm Phú Mỹ</i>	37,20%	21,02%	22,07%	33,31%	28,82%	NA	36,27%
<i>Giá khí đầu vào (USD/MMBTU)</i>	6,69	7,50	7,32	5,58	6,77	NA	6,90
<i>Doanh thu từ thương mại</i>	2,86%	3,30%	5,47%	4,24%	3,96%	NA	2,00%
<i>Khác</i>	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	NA	30,00%
LNST	381	269	288	159	1.097	910	1.174
Biên LNST (%)	15,24%	10,88%	13,57%	6,49%	11,49%	10,46%	12,75%
EPS	1.003	709	757	418	2.888	2.395	3.089



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
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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 xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng 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

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

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

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
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

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
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.