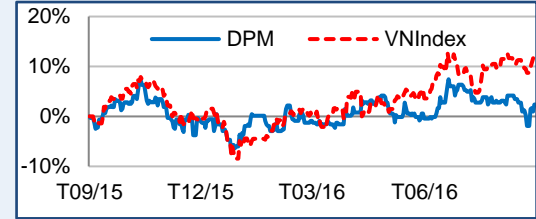


# Tổng CTCP Phân bón & Hóa chất Dầu khí (DPM) [MUA +21,2%]

BC Cập nhật

Ngày báo cáo:	29/09/2016		<u>2015</u>	<u>2016F</u>	<u>2017F</u>
Giá hiện tại:	28.350VND	Tăng trưởng DT	2,3%	-8,2%	6,2%
Giá mục tiêu:	31.360VND	Tăng trưởng EPS	30,1%	-14,7%	-1,5%
Giá mục tiêu trước đây:	30.200VND	Biên LN gộp	32,3%	30,6%	27,5%
		Biên LN ròng	15,2%	14,6%	13,5%
TL tăng:	+10,6%	EV/EBITDA	2,5x	4,7x	5,8x
		Giá CP/Dòng tiền			
Lợi suất cổ tức:	<u>10,6%</u>	HĐ	5,9x	11,5x	7,5x
Tổng mức sinh lời:	+21,2%	P/E	8,5x	9,9x	10,1x



Ngành:	Hóa nông		<u>DPM</u>	<u>*Peers</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	493,5tr USD	P/E (trượt)	8,7x	13,9x	16,0x
Room KN:	128,9tr USD	P/B (hiện tại)	1,3x	1,3x	1,9x
GTGD/ngày (30 ngày):	0,9tr USD	Nợ ròng/CSH	-0,7x	0,9x	NA
Cổ phần Nhà nước:	59,6%	ROE	17,0%	17,1%	14,1%
SL cổ phiếu lưu hành:	391,4tr	ROA	14,2%	5,9%	2,5%
Pha loãng:	391,4tr				

\* Bao gồm các công ty tương đương cùng ngành trong khu vực (P/E điều chỉnh); P/E và P/B dựa trên mức trung vị.

DPM là nhà sản xuất ure hàng đầu với thị phần 40%, đồng thời kinh doanh các mặt hàng phân bón khác (NPK, SA, DAP) tại Việt Nam. DPM chỉ sở hữu và điều hành một nhà máy tại Phú Mỹ, miền Nam với công suất 800.000 tấn ure hạt trong/năm.

Ngô Thùy Trâm  
Chuyên viên

## Lợi suất cổ tức cao cùng các yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu dài hạn

Chúng tôi nâng giá mục tiêu của Tổng CTCP Phân bón & Hóa chất Dầu khí (DPM), chủ yếu đến từ lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro thấp hơn trong mô hình định giá DCF của chúng tôi và nâng khuyến nghị thành MUA. Mặc dù lợi nhuận trong ngắn hạn phụ thuộc vào diễn biến giá khí và giá ure, nhà máy NH<sub>3</sub>-NPK mới sẽ là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng dài hạn. Mức định giá hiện tại của DPM là phù hợp với mức chiết khấu khoảng 40% so với các công ty cùng ngành, nhưng lợi suất cổ tức 10,6% vẫn rất hấp dẫn.

**Biên LN 6 tháng đầu năm tăng 4 điểm phần trăm do giá khí đầu vào giảm mạnh hơn giá phân ure.** Giá dầu Brent trung bình giảm 30,4% so với cùng kỳ năm trước (YoY), dẫn đến mục sụt giảm chi phí khí đầu vào 35,8%. Do đó, biên LN gộp đã tăng 4 điểm phần trăm dù giá bán phân ure giảm 16,6%. DT 6 tháng đầu năm giảm 13,7% YoY trong khi LNST tăng 2,2%, phù hợp với dự báo khi LNST hoàn thành 60% kế hoạch cả năm của chúng tôi (6 tháng đầu năm thường là mùa cao điểm).

**Giá khí đầu vào sẽ tăng nhanh hơn giá ure trong 6 tháng cuối năm, ảnh hưởng đến lợi nhuận ngắn hạn.** Tăng trưởng biên LN dự kiến sẽ đảo chiều khi giá đầu vào (liên quan đến giá dầu thô) tăng cao hơn với sự phục hồi giá ure chậm hơn. Dự báo 2016 của chúng tôi, do đó sẽ phần lớn không đổi từ [báo cáo cập nhật tháng 6 của chúng tôi](#), LNST dự kiến sẽ giảm 12,2% chủ yếu do giá bán giảm.

**Dự án nhà máy NH<sub>3</sub>-NPK đi vào hoạt động sẽ là tiềm năng tăng trưởng từ năm 2018 trở đi.** Chúng tôi tự tin rằng dự án NH<sub>3</sub> của DPM và dự kiến công ty sẽ bán NH<sub>3</sub> với khối lượng sản xuất tối đa từ năm thứ hai, trong bối cảnh thiếu hụt NH<sub>3</sub> tại Việt Nam. Trong mảng NPK, chúng tôi giả định DPM có thể bán 60% công suất sản xuất trong năm đầu tiên và dần dần gia tăng khối lượng NPK trong các năm tiếp theo khi nhu cầu NPK chất lượng cao ngày càng gia tăng, phần lớn hiện đang dùng để sức khỏe, Phân tích của chúng tôi cho thấy dự án NH<sub>3</sub>-NPK là dự án gia tăng giá trị với tỷ suất sinh lời nội bộ (IRR) 13%, dù điều này phụ thuộc vào giá bán – vốn vẫn chưa chắc chắn. Đóng góp từ dự án nay sẽ dẫn dắt mức tăng trưởng kép (CAGR) 14% lợi nhuận trong giai đoạn 2017-2020 theo kịch bản cơ sở của chúng tôi.

**Thêm một Dự án NH<sub>3</sub> khác sẽ củng cố triển vọng tích cực của công ty trong dài hạn.** DPM, UBE và Sojitz đã ký kết biên bản ghi nhớ (MoU) trong tháng 8 để nghiên cứu tiền khả thi cho dự án nhà máy NH<sub>3</sub> với 450.000-600.000 tấn sản lượng/năm. Nhà máy này, sử dụng khí đốt tự nhiên từ Đông Nam, sẽ nâng công suất NH<sub>3</sub> của DPM thêm 45-50% khi nhà máy này đi vào hoạt động, cho phép DPM tận dụng nhu cầu NH<sub>3</sub> trong tương lai.

**Những biện pháp ưu đãi nhằm hỗ trợ nhà máy Đạm Ninh Bình và Hà Bắc sẽ là yếu tố thúc đẩy giá cổ phiếu cho DPM.** Nhà máy Hà Bắc và Ninh Bình, trực thuộc Vinachem đã ghi nhận lỗ trong những năm qua do chi phí sản xuất cao. Vinachem đã đề xuất Chính phủ ban hành các quy định (thuế chống bán phá giá, phân loại ure vào danh mục sản phẩm giảm thuế VAT đầu vào) vốn giúp DPM hưởng lợi cùng với các nhà sản xuất phân bón khác trong nước khi giúp bảo vệ khỏi sản phẩm nhập khẩu giá rẻ.

## Nhìn lại 6 tháng đầu năm 2016 – Tăng trưởng biên LN gộp dù giá bán giảm

Doanh thu 6 tháng 2016 giảm 13,7% trong khi LNST tăng nhẹ 2,2% so với 6 tháng 2015. Nửa đầu năm thường là mùa cao điểm cho DPM với xấp xỉ 60-65% đóng góp cho lợi nhuận cả năm. Do đó, KQKD 6 tháng đầu năm phù hợp với dự báo của chúng tôi, khi LNST 6 tháng đầu năm hoàn thành 61% dự báo cả năm.

**Doanh thu sụt giảm đến từ mức giảm 16,6% giá phân urê bán ra.** Dù nhà máy Hà Bắc và Ninh Bình dừng sản xuất khoảng 1-3 tháng, giá bán phân urê của DPM ghi nhận đà giảm mạnh do tác động từ 1) Hạn hán nghiêm trọng ở khu vực Nam Á và Đông Nam Á, dẫn đến sụt giảm nhu cầu cho phân bón, 2) giá dầu thô giảm, khiến giá urê thế giới giảm 30,6% trong nửa đầu năm 2016 và 3) Cạnh tranh từ urê nhập khẩu từ các quốc gia Đông Nam Á khác, như Indonesia và Malaysia (nguồn cung urê tại các quốc gia này thấp hơn 15-20% so với urê của DPM).

**Tuy nhiên, biên LN gộp chung đã tăng 4 điểm phần trăm trong 6 tháng đầu năm 2016.** Sự cải thiện này đến từ mức sụt giảm 30,4% của giá dầu Brent trung bình trong 6 tháng 2016 so với 6 tháng 2015, dẫn đến chi phí giá khí khô đầu vào giảm 35,8% (giá khí tính theo giá dầu)

**LNST chỉ tính trong quý 2 đã tăng 30,5% YoY do DPM đã không còn trích dự phòng cho PVTex.** Nếu không có những khoản dự phòng này ảnh hưởng đến lợi nhuận quý 2/2015, LNST quý 2/2016 sẽ giảm 9,5% so với cùng kỳ. Khoản đầu tư này đã được trích dự phòng toàn bộ.

Hình 1: Tổng kết KQKD 6 tháng 2016

	6 tháng 2015	6 tháng 2016	6 tháng 2016 vs. 6 tháng 2015	% dự báo 2016 mới	Ghi chú
<b>Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)</b>	<b>59</b>	<b>41</b>	<b>-30,2%</b>		
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU)	5,28	3,39	-35,8%		Dựa theo giá cơ chế giá ảnh hưởng từ giá dầu thô: 46% MFO + phí vận chuyển (0,94USD/triệu BTU với mức tăng 2% mỗi năm đến năm 2019)
Giá bán urê (VND/kg)	7.460	6.218	-16,6%		Giá urê toàn cầu giảm; nhập khẩu lớn từ Trung Quốc và nhu cầu thấp do hạn hán làm tình hình dự cung căng tẽ hơn
Sản lượng urê bán ra (nghìn tấn)	439	463	5,4%		Gián đoạn nguồn cung từ nhà máy Ninh Bình từ giữa tháng 3 - tháng 6, cùng với giai đoạn hạn hán kết thúc, nâng sản lượng trung bình urê của DPM
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>5.128</b>	<b>4.424</b>	<b>-13,7%</b>	<b>49,3%</b>	
<i>Urê DPM</i>	3.255	2.919	-10,3%	52,8%	Chủ yếu do mức giảm mạnh của giá bán urê dù khối lượng hàng bán tăng khiêm tốn
<i>Phân bón nhập khẩu</i>	1.409	1.320	-6,3%	44,4%	
<i>Hóa chất và các sản phẩm khác</i>	465	186	-60,0%	39,8%	
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ VND)</b>	<b>1.566</b>	<b>1.529</b>	<b>-2,4%</b>	<b>55,8%</b>	
<i>Urê DPM</i>	1.421	1.420	-0,1%	56,8%	
<i>Phân bón nhập khẩu</i>	63	61	-3,5%	49,0%	
<i>Hóa chất và các sản phẩm khác</i>	82	48	-41,1%	41,2%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-343	-392	14,2%	52,1%	
Chi phí quản lý	-231	-271	17,0%	47,9%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>992</b>	<b>866</b>	<b>-12,7%</b>	<b>60,9%</b>	
<b>Lãi/(lỗ) từ công ty liên kết</b>	<b>(99)</b>	<b>1</b>	<b>N/M</b>	<b>N/M</b>	DPM không ghi nhận bất kỳ khoản lỗ nào vào khoản đầu tư vào PVTex trong 6 tháng đầu năm 2016 khi đã ghi nhận khoản lỗ cuối cùng vào quý 3/2015
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>768</b>	<b>786</b>	<b>2,2%</b>	<b>60,1%</b>	
<b>Biên LN gộp %</b>	<b>30,5%</b>	<b>34,6%</b>	<b>4,0 điểm %</b>		
<i>Urê DPM</i>	43,7%	48,6%	5,0 điểm %		Tăng trưởng biên LN gộp từ giá dầu thô thấp trong 6 tháng 2016 giúp bù đắp cho giá bán trung bình giảm
<i>Phân bón nhập khẩu</i>	4,5%	4,6%	0,1 điểm %		
<i>Hóa chất và các sản phẩm khác</i>	17,5%	25,8%	8,3 điểm %		

Nguồn: DPM, ước tính của VCSC

## Triển vọng 2016 - Giá bán hàng thấp sẽ che mờ lợi ích từ chi phí đầu vào giá rẻ

Không có những thay đổi đáng kể trong dự báo 2016 mới so với trước đây. Nhìn chung, lợi nhuận 2016 sẽ chịu tác động bởi giá phân bón ở mức thấp dù giá khí ở mức thấp tương ứng với giá dầu thô thấp.

**Hình 2: Tổng hợp dự báo 2016**

	KQ2015	Dự báo 2016 trước đây	Dự báo 2016 hiện nay	Dự báo 2016 hiện nay so với KQ 2015	Ghi chú
<b>Giá dầu (USD/thùng)</b>	<b>54</b>	45	45	<b>-16,7%</b>	
Giá khí đầu vào trung bình (USD/triệu BTU)	4,2	3,7	3,7	-12,9%	
Giá bán urê (VND/kg)	7.390	6.507	6.503	-12,0%	
Sản lượng urê bán ra (nghìn tấn)	835	850	850	1,8%	
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>9.765</b>	<b>9.032</b>	<b>8.967</b>	<b>-8,2%</b>	
<i>Urê DPM</i>	6.171	5.531	5.528	-10,4%	Giá bán urê dự kiến sẽ giảm 12% trong khi khối lượng hàng bán dự kiến tăng nhẹ 1,8%.
<i>Phân bón nhập khẩu</i>	2.973	2.973	2.973	0,0%	
<i>Hóa chất và các sản phẩm khác</i>	621	528	466	-25,0%	
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ VND)</b>	<b>3.153</b>	<b>2.694</b>	<b>2.740</b>	<b>-13,1%</b>	
<i>Urê DPM</i>	2.892	2.453	2.499	-13,6%	
<i>Phân bón nhập khẩu</i>	124	125	125	0,4%	
<i>Hóa chất và các sản phẩm khác</i>	136	116	117	-14,5%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-751	-723	-753	0,3%	
Chi phí quản lý	-597	-569	-565	-5,4%	
Lợi nhuận từ HĐKD	<b>1.804</b>	<b>1.402</b>	<b>1.422</b>	<b>-21,2%</b>	
Chi phí lãi vay	-7	-9	-9	27,3%	
LN ngoài HĐKD	83	260	231	178,5%	Khoản đầu tư của DPM giờ đã được dự phòng hoàn toàn.
LN trước thuế	1.880	1.652	1.643	-12,6%	
LNST	1.522	1.338	1.331	-12,6%	
<b>LNST trừ lợi ích CĐTS</b>	<b>1.488</b>	<b>1.314</b>	<b>1.307</b>	<b>-12,2%</b>	
EBITDA	2.069	1.662	1.682	-18,7%	
Biên lợi nhuận gộp %	32,3%	29,8%	30,6%	-1,7 điểm %	Biên LN gộp dự kiến sẽ giảm trong nửa cuối năm 2016 khi sự phục hồi giá khí dự kiến sẽ diễn ra trước sự phục hồi của giá bán.
Chi phí bán hàng và tiếp thị / Doanh thu	7,7%	8,0%	45,2%	0,7 điểm %	
Chi phí quản lý / Doanh thu	6,1%	6,3%	4,2%	0,2 điểm %	
Biên LN từ HĐKD %	18,5%	15,5%	25,0%	-2,6 điểm %	
Biên EBITDA %	21,2%	18,4%	8,4%	-2,4 điểm %	
Biên NPAT % (điều chỉnh)	15,2%	14,6%	6,3%	-0,7 điểm %	
Thuế suất %	19,0%	19,0%	15,9%	0,0 điểm %	

Nguồn: DPM, ước tính của VCSC

## Dự án NH3-NPK sẽ dẫn dắt lợi nhuận trong dài hạn

### 1. Tổng hợp dự án

Hình 3: Tổng hợp dự án

	NH3	NPK
Công suất	Tăng công suất hiện tại của nhà máy NH3 từ 450.000 tấn/năm lên 540.000 tấn/năm	250.000 tấn/năm
Vốn đầu tư	2.88 nghìn tỷ đồng	2,11 nghìn tỷ đồng
Công nghệ	Công nghệ của Haldor Topsoe (Đan Mạch)	Công nghệ của Incro SA (Tây Ban Nha)
Nhà thầu EPC	Technip Group và Tổng CTCP Kỹ thuật dịch vụ Dầu khí Việt Nam (PTSC)	ThyssenKrupp Industrial Solutions và PTSC.
Ngày động thổ	Tháng 11/2015	Tháng 10/2015
Ngày hoạt động	Cuối 2017	Đầu năm 2018
Vòng đời dự án		20 năm
Tỷ lệ nợ/vốn CSH		40% vốn CSH – 60% Nợ
Lãi suất vay		9%
Thời hạn vay		10 năm
Thời gian khấu hao		20 năm
Tiến độ		Theo đúng kế hoạch

Nguồn: DPM, VCSC giả định

### 2. Sản phẩm Armonia (NH3)

Ngoài việc là nguyên liệu đầu vào chính cho phân bón, bao gồm urê, Di-Ammonium phosphate (DAP), NPK và Ammonium sulphate (SA), armonia có thể được sử dụng cho nhiều mục đích khác (Hình 4). Hiện đang có sự thiếu hụt NH3 tại Việt Nam, với khoảng gần 100.000 tấn NH3 được nhập khẩu mỗi năm. Theo Viện Dầu khí Việt Nam (VPI), sự thiếu hụt này sẽ ngày càng gia tăng trong tương lai với khoảng 400.000 tấn NH3 dự kiến nhập khẩu năm 2025, chủ yếu do nhu cầu sản xuất DAP và SA.

Hình 4: Những công dụng khác nhau của Ammonia



Nguồn: thông tin từ DPM

DPM, UBE và Sojitz đã ký kết biên bản ghi nhớ (MoU) cho việc đánh giá nghiên cứu tiền khả thi cho dự án nhà máy Ammonia mới với công suất 450.000-600.000 tấn/năm. Nghiên cứu tiền khả thi sẽ được thực hiện trong vòng 6 tháng kể từ ngày ký kết MoU (24/08/2016). Nhà máy NH3 này, sử dụng khí đốt tự nhiên từ khu vực Đông Nam Bộ, sẽ đáp ứng như cầu NH3 cho sản xuất các sản phẩm phi urê như phân DAP, SA, cao su và các sản phẩm gốc dầu.

### 3. Sản phẩm NPK cao cấp

**Sản phẩm NPK do DPM cung cấp sẽ là sản phẩm cao cấp nhất tại Việt Nam (Hình 5).** Hiện có nhu cầu cao cho sản phẩm NPK chất lượng cao (10% tổng nhu cầu – khoảng xấp xỉ 300.000 tấn/năm) hiện đang được nhập khẩu, nhà máy NPK Phú Mỹ mới sẽ là nhà sản xuất trong nước đầu tiên cung cấp sản phẩm cao cấp này tại Việt Nam.

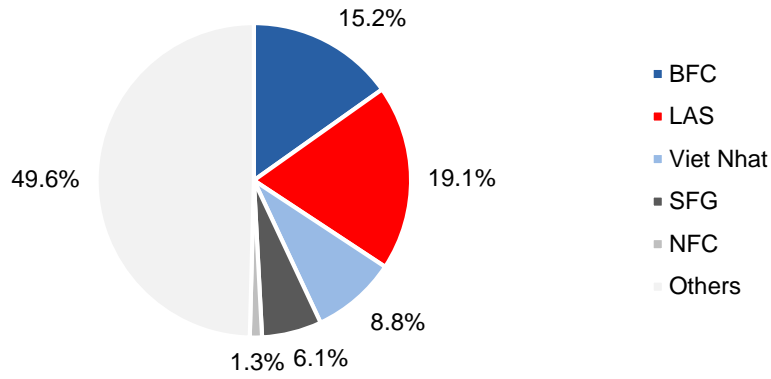
**Hình 5: Ba công nghệ sản xuất NPK**

	Trộn thô	Phối trộn tạo hạt (1 hạt)	Công nghệ hóa học
<b>Tỷ trọng công suất trong nước</b>	60% – 70%	30% - 40%	Chưa có
<b>Tỷ trọng nhu cầu trong nước</b>		90%	10% (nhu cầu được đáp ứng thông qua nhập khẩu)
<b>Các nhà sản xuất NPK niêm yết áp dụng</b>	BFC, LAS, SFG, NFC, QBS...	BFC	DPM áp dụng từ năm 2018 trở đi
<b>Mô tả</b>	Tất cả các loại phân bón đơn đạt đủ tiêu chuẩn số lượng của phân bón trộn, sau đó thực hiện quy trình trộn	Công nghệ này có thể được thực hiện bởi vài phương pháp: nén ép, tạo hạt bằng tháp hoặc ve viên đĩa quay/thùng quay, tạo hạt dưới lực ly tâm, trọng lực, nén và sử dụng nước/hơi nước để hòa trộn gắn kết phân đơn	Quá trình sản xuất bao gồm phản ứng hóa chất giữa các nguyên liệu chứa N và P, và phân bón Kali, kết hợp với quá trình bằng lực và máy móc
<b>Ưu điểm</b>	Sản xuất đơn giản với chi phí và vốn đầu tư thấp. Sản phẩm có thể được thực hiện với lượng linh hoạt dựa theo nhu cầu thị trường và loại sản phẩm	Chất lượng sản phẩm cao hơn sản phẩm sản xuất truyền thống. Ngoài ra, Trung vi lượng (TE) có thể được thêm vào để tăng hàm lượng dinh dưỡng.	Sản phẩm NPK chất lượng cao nhất. Sản phẩm NPK sản xuất bởi công nghệ này có hạt tròn đều, đồng nhất, cứng và chậm tan so với các công nghệ khác
<b>Nhược điểm</b>	Chất lượng sản phẩm không ổn định và đa dạng, khó bảo quản	Các sản phẩm thường có nhiều kích cỡ khác nhau và khó để bảo quản (dễ bị đông cứng); ngoài ra cũng khó khăn để sản xuất các sản phẩm có N cao hơn 16% hoặc P2O5 cao hơn 10%. Cũng khó để kiểm soát quá trình tạo hạt.	Công nghệ đòi hỏi đầu tư đáng kể và nguồn cung đầu vào thuận lợi.

Nguồn: thông tin từ DPM, nghiên cứu của VCSC.

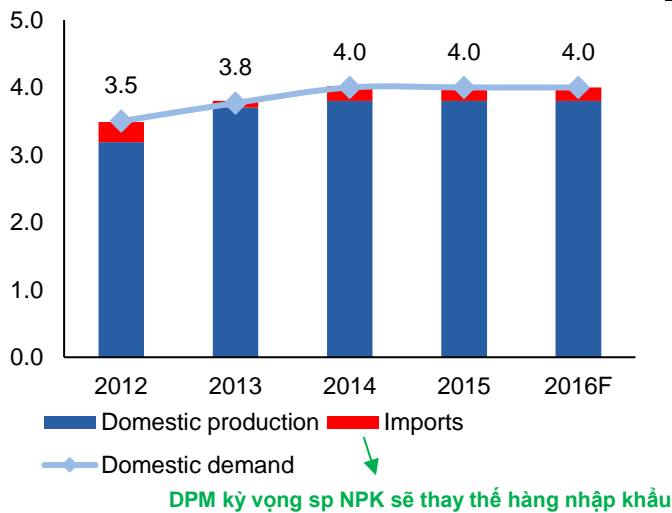
**Thị trường NPK đang chịu áp lực cạnh tranh gay gắt với nhiều công ty cạnh tranh thị phần.** Tổng công suất thiết kế của các nhà sản xuất NPK tại Việt Nam đạt xấp xỉ 4,8 triệu tấn/năm. Sản xuất trong nước đạt 3,8 triệu tấn (các nhà máy chỉ hoạt động với 80% công suất thiết kế), cùng với 200.000 tấn NPK chất lượng cao nhập khẩu, đáp ứng tổng nhu cầu 4 triệu tấn trong nước mỗi năm. Thị trường có rất nhiều nhà sản xuất, LAS và BFC là 2 công ty sản xuất NPK lớn nhất, nhưng thị phần chỉ đạt lần lượt 19% và 15%.

Hình 6: Thị trường NPK phân tán



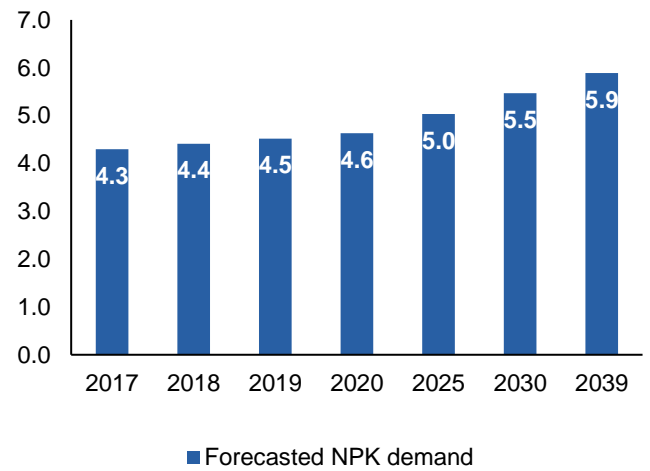
Nguồn: VCSC ước tính; số liệu vào cuối năm 2015

Hình 7: Nguồn cung cầu trong nước (triệu tấn/năm)



Nguồn: MARD

Hình 8: Nhu cầu gia tăng giai đoạn 2017-2039 (triệu tấn/năm)

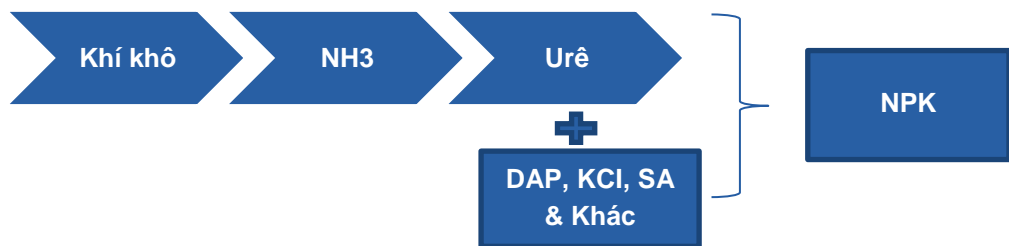


Nguồn: Viện Dầu khí Việt Nam (VPI), 2013.

#### 4. Giá đầu vào và đầu ra cho NH<sub>3</sub> và NPK

Nguyên liệu đầu vào cho NH<sub>3</sub> và NPK bao gồm Di-Ammonium phosphate (DAP), Potassium Chloride (KCl), Ammonium sulphate (SA) và chất phụ gia. 90% nguyên liệu trong quá trình sản xuất bao gồm urê, DPA và SA có thể được cung cấp bởi các nhà sản xuất nội địa trong khi Kali, chiếm 10% nguyên liệu được nhập khẩu. DPM hiện đang là nhà phân phối DPA, SA và K, do đó có thể sử dụng nguyên liệu nhập khẩu để sản xuất NPK.

Hình 9: Nguyên liệu đầu vào chính cho phân bón NPK



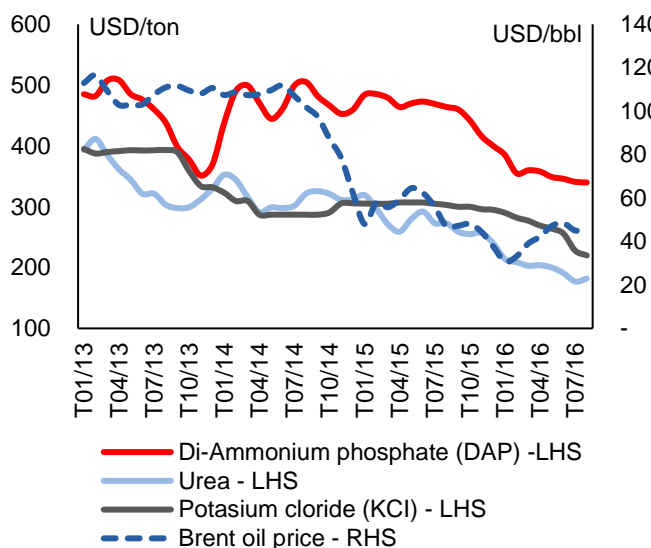
Nguồn: DPM



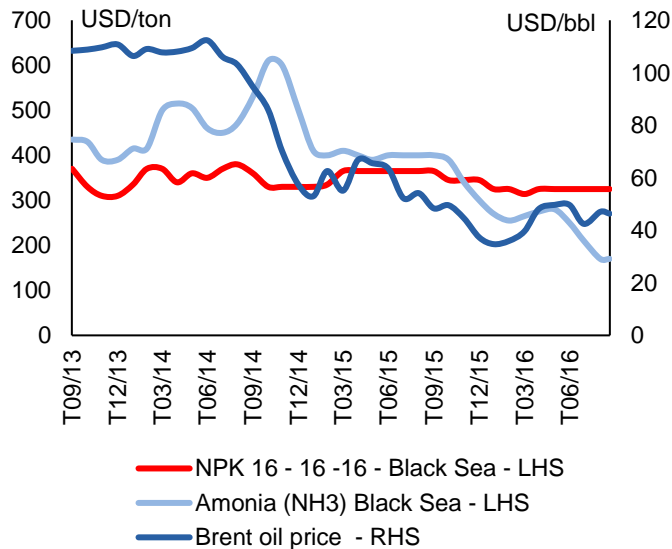
**Giá đầu vào:** Giá DAP và giá urê đang trên đà giảm trong bối cảnh thừa cung toàn cầu ngày càng gia tăng. Giá KCI đi ngang trong những năm qua nhờ nguồn cung và cầu cân bằng trên toàn cầu. Tuy nhiên, giá của các loại phân bón chịu áp lực trong 6 tháng 2016 do nhu cầu thấp vì thời tiết không thuận lợi, giá thu hoạch thấp và tình trạng tài chính kém của nông dân (**hình 10**).

**Giá đầu ra:** Giá NH3 khá biến động và dao động theo giá dầu thô trong khi giá NPK đi ngang trong giai đoạn 2013-2015. Tuy nhiên, giá NPK đã giảm 9% YoY trong 7 tháng đầu năm 2016, phù hợp với xu hướng chung của các loại phân bón khác do hạn hán (**Hình 11**).

**Hình 10: Giá NPK đầu vào (Urê, DAP, KCI)**



**Hình 11: Giá NPK Biến Đen và giá NH3**



Nguồn: World Bank

Nguồn: Bloomberg

## 5. Giả định chính

### Sản lượng bán ra:

Chúng tôi tự tin vào sản phẩm NH3 của DPM và kỳ vọng công ty có thể bán tất cả lượng sản xuất mỗi năm trong bối cảnh thiếu hụt NH3 tại Việt Nam. Chúng tôi lo ngại hơn về NPK và giả định rằng DPM chỉ có thể bán 60% sản lượng trong năm đầu tiên hoạt động, và tăng dần doanh số NPK trong các năm tiếp theo.

### Giá bán và giá đầu vào:

Giá NH3 đang chịu áp lực cùng với giá dầu thô. Với giả định rằng giá dầu thô sẽ bắt đầu phục hồi trong năm 2017, giá NH3 được dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2017 và sau đó.

Trong khi đó, giá NPK cũng bị ảnh hưởng kể từ đầu năm 2016 do nhu cầu thấp đến từ thời tiết không thuận lợi và tình hình tài chính kém của nông dân. Chúng tôi kỳ vọng giá NPK trong năm 2017 và 2018 sẽ cao hơn 2016 trong bối cảnh nhu cầu cải thiện do điều kiện thời tiết thuận lợi (La Nina). Ngoài ra, chúng tôi giả định giá bán trung bình NPK của DPM sẽ cao hơn thị trường do tỷ trọng lớn sản phẩm NPK chất lượng cao, vốn xứng đáng có giá bán cao hơn loại bình thường.

Cuối cùng, chúng tôi giả định giá khí đốt đầu vào sẽ tương tự mức ghi nhận tại nhà máy urê của DPM.



Hình 12: Các giả định chính

Giả định chính	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sản lượng bán ra (tấn)						
NH3 (*)	45.000	90.000	90.000	90.000	90.000	90.000
NPK	0	150.000	175.000	200.000	225.000	225.000
Hiệu suất hoạt động %						
NH3 (*)	50%	100%	100%	100%	100%	100%
NPK		60%	70%	80%	90%	90%
Giá bán trung bình (USD/tấn)						
NH3	407	407	407	407	407	407
NPK	427	427	427	427	427	427
Giá nguyên liệu đầu vào						
Khí (USD/triệu BTU)	4,5	5,0	5,0	5,1	5,1	5,1
DAP (USD/tấn)		407	407	407	407	407
KCI (USD/tấn)		327	327	327	327	327

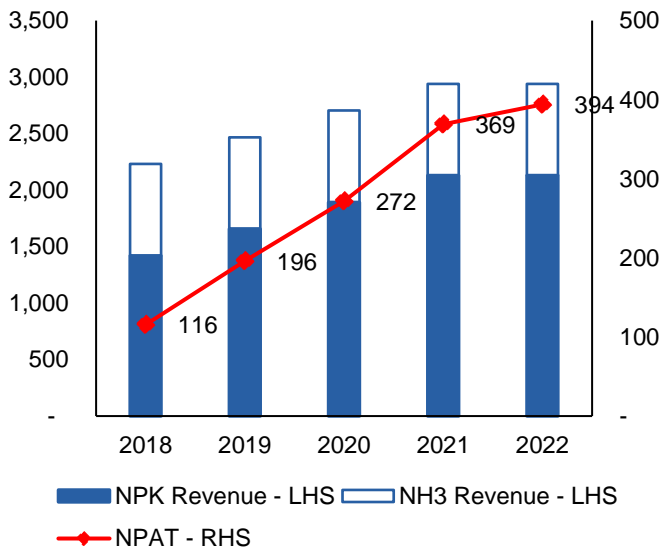
Nguồn: giả định của VCSC; (\*) bao gồm khối lượng NH3 cho sản xuất NPK

## 6. Khả năng sinh lời của dự án

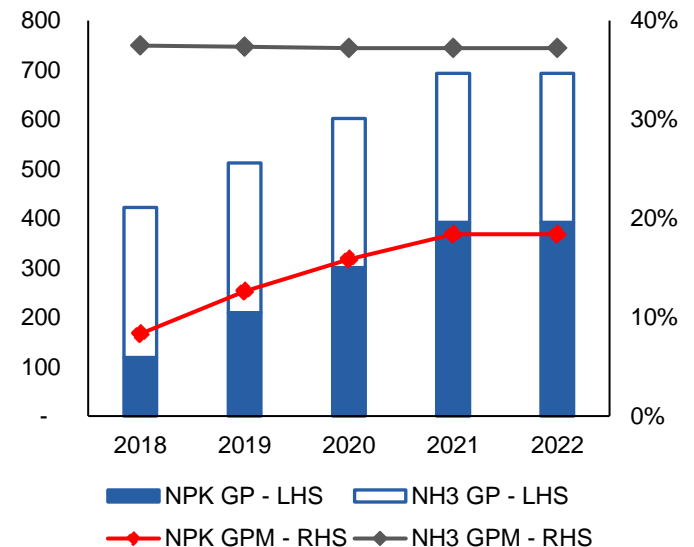
Chỉ báo	Giá trị
IRR %	13,1%
NPV @ với tỷ lệ chiết khấu 10.4% (tỷ đồng)	811
Thời gian hoàn vốn (Năm)	7

Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021-2037
Dòng tiền tự do mỗi năm (tỷ đồng)	-1.995	-1.800	-388	638	669	745

Hình 13: Doanh thu và LNST từ dự án (tỷ đồng)



Hình 14: Cơ cấu LN gộp và biên LN gộp



Nguồn: VCSC dự báo; Đối với tính toán LNST: (1) Chúng tôi giả định chi phí SG&A 5% trong doanh thu dự báo (2) Nợ sẽ được thanh toán trong vòng 10 năm

Nguồn: VCSC dự báo

Hình 15: Độ nhạy của IRR đến giá bán và giá đầu vào của NH3 và NPK

		Giá NPK (USD/tấn) <sup>(3)</sup>					
			408	418	427	437	447
Giá dầu thô 2017 (USD/thùng) <sup>(1)</sup>	35 <sup>(2)</sup>	4,5	12,1%	12,8%	13,5%	14,2%	14,9%
	45	4,5	12,1%	12,8%	13,5%	14,2%	14,9%
	55	4,5	11,7%	12,4%	13,1%	13,8%	14,5%
	65	5,0	10,7%	11,4%	12,1%	12,8%	13,5%
	75	5,6	9,6%	10,3%	11,0%	11,7%	12,4%

		Giá bán NH3 (USD/tấn) <sup>(4)</sup>					
			375	391	407	423	439
Giá dầu thô 2017 (USD/thùng) <sup>(1)</sup>	35 <sup>(2)</sup>	4,5	12,6%	13,1%	13,5%	14,0%	14,4%
	45	4,5	12,6%	13,1%	13,5%	14,0%	14,4%
	55	4,5	12,2%	12,7%	13,1%	13,6%	14,0%
	65	5,0	11,2%	11,6%	12,1%	12,5%	13,0%
	75	5,6	10,1%	10,6%	11,0%	11,5%	11,9%

Nguồn: VCSC ước tính;

Ghi chú:

Số liệu trong ô màu đỏ hình thành giả định cơ sở

Trong bảng thứ hai, hình trong phạm vi màu xanh lá cây là các kịch bản có khả năng xảy ra, các kịch bản khác là khó xảy ra

(1) Giả định cơ sở của chúng tôi về giá dầu thô là 55USD/thùng cho năm 2017 với mức tăng 10USD/thùng đạt 65 USD/thùng trong năm 2018 và đi ngang sau đó. Dự báo giá dầu thô của chúng tôi trong tương lai dựa theo giá dầu thô giả định năm 2017 và mức tăng số tuyệt đối tương tự nhau trong chu kỳ dự báo.

(2) Theo kịch bản này, lợi ích từ chi phí đầu vào giá rẻ sẽ bị giảm do giá sản phẩm được giả định áp dụng từ năm 2017 trở đi. IRR của dự án không cao hơn kịch bản giá dầu thô năm 2017 là 45USD/thùng

(3) Giá bán NPK giả định 407USD/tấn cho tất cả kịch bản

(4) Giá bán NH3 giả định 407USD/tấn cho tất cả kịch bản

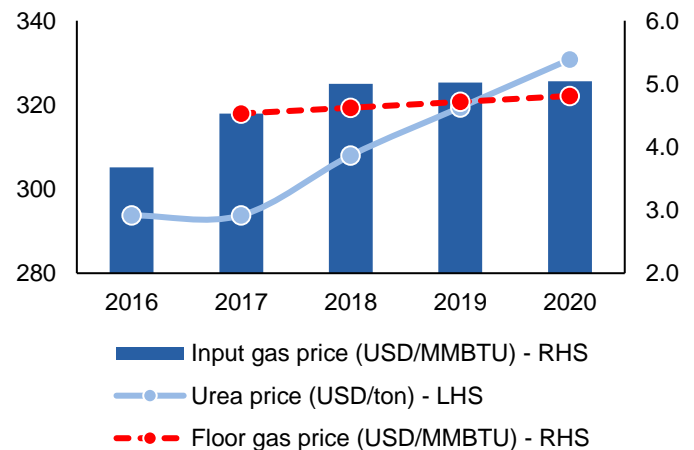
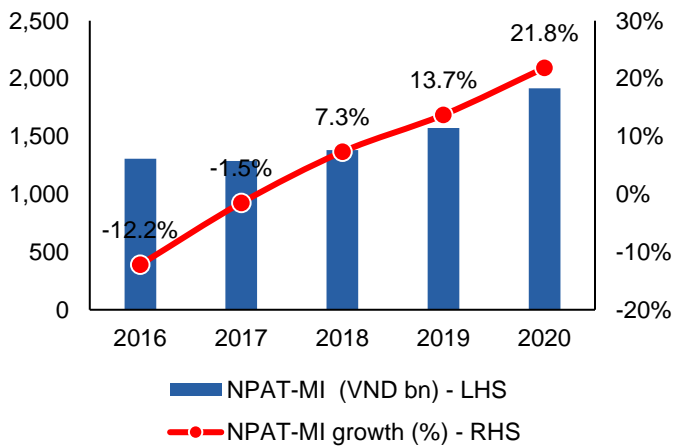
## Lợi nhuận 5 năm tới sẽ được dẫn dắt bởi sự phục hồi của giá urê và đóng góp của dự án NH3-NPK

Chúng tôi tự tin lớn vào triển vọng trung và dài hạn của DPM do các các lý do sau:

- Giá khí đầu vào cao hơn trong năm 2017 nhưng tài sản sẽ được khấu hoàn toàn.** Như được phân tích trong [báo cáo cập nhật tháng 6 của chúng tôi](#), có khả năng giá khí đầu vào sẽ được áp mức sàn và chúng tôi đã ghi nhận điều này vào định giá từ năm 2017. Điều này tương ứng với mức tăng 23% giá khí đầu vào so với 2016. Với sự phục hồi dự kiến của giá dầu thô, cùng với hiệu ứng La Nina trong năm 2017 hỗ trợ cho sự phục hồi của giá urê toàn cầu. Trong bối cảnh có độ trễ nhỏ giữa giá urê trong nước và toàn cầu, cũng như rủi ro cạnh tranh từ urê nhập khẩu, chúng tôi dự báo giá bán urê của DPM sẽ đi ngang trong năm 2017 so với mức tăng 4% dự báo của Ngân hàng thế giới. trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng nhà máy urê sẽ được khấu hao hết, do đó một phần bù đắp cho tác động từ giá khí cao hơn. Tương ứng, lợi nhuận 2017 sẽ thấp hơn nhẹ so với năm 2016.
- Dự án NH3-NPK sẽ bắt đầu đóng góp đáng kể cho lợi nhuận của DPM từ 2018 trở đi.** Phân tích của chúng tôi cho thấy dự án NH3-NPK là dự án mang lại lợi ích kinh tế với tỷ lệ IRR 13,1% (vui lòng xem phần NH3-NPK ở trên). Với đóng góp của dự án này, DPM dự kiến sẽ đạt CAGR 14% lợi nhuận trong giai đoạn 2017-2020.

Hình 16: LNST trừ lợi ích CĐTS dự báo của DPM trong giai đoạn 2016-2020

Hình 17: Giá urê và giá khí đầu vào (bao gồm thuế) trong giai đoạn 2016-2020



Nguồn: VCSC dự báo

Nguồn: VCSC dự báo

## Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu cho DPM sử dụng kế hợp phương pháp DCF và so sánh các công ty cùng ngành theo P/E mục tiêu với tỷ trọng 70:30 nghiêng về phương pháp DCF. Chúng tôi quyết định sử dụng tỷ trọng thấp cho phương pháp so sánh các công ty cùng ngành do DPM vượt trội phần lớn các công ty cùng ngành trên hầu hết các chỉ báo tài chính, khiến khó so sánh hơn đối với các công ty này.

**Hình 18: Tổng hợp mô hình định giá của VCSC**

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/CP)
Chiết khấu dòng tiền	33.120	70%	23.184
P/E @ P/E trượt 12 tháng 8,3 lần	27.242	30%	8.173
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>31.360</b>
P/E (trượt 12 tháng) theo giá mục tiêu			9,6
P/E (dự phóng) theo giá mục tiêu			11,0

Nguồn: Dự báo của VCSC

### Chiết khấu dòng tiền

Mô hình định giá DCF của chúng tôi ghi nhận giá trị nội tại 33.120 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu theo DCF của chúng tôi tăng 7,1% từ báo cáo trước đây chủ yếu do lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro thấp hơn. Chúng tôi lưu ý rằng định giá của chúng tôi đã ghi nhận nghĩa vụ thanh toán nợ mà DPM cần thực hiện cho PV Tex.

**Hình 19: Tổng hợp định giá DCF**

Chi phí vốn	Báo cáo trước	Điều chỉnh	FCFF (5 năm)	
Beta	0,9	0,9	PV của Dòng tiền tự do	870
Phần bù rủi ro thị trường %	8,4	7,9	PV của giá trị cuối (0,5% g)	10.469
LS phi rủi ro %	6,5	5,5	<b>PV của FCF và TV</b>	<b>11.339</b>
Chi phí Vốn CSH %	14,0	12,6	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	4.585
Chi phí nợ %	12,0	12,0	+ Nợ ngắn & dài hạn	1.179
Nợ %	14,0	11,8	- Lợi ích CĐTS	192
Vốn CSH %	86,0	88,2	<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>14.744</b>
Thuế suất thực tế %	19,0	19,0	Cổ phiếu (triệu)	392
<b>WACC %</b>	<b>13,4</b>	<b>12,3</b>	<b>Giá cổ phiếu, đồng (Sau khi chiết khấu 10% cho khoản nợ bảo đảm cho PVTex)</b>	<b>33.120</b>

Chiết khấu dòng tiền	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
EBIT	1.422	1.417	1.745	2.036	2.427
- Thuế	-270	-269	-332	-387	-461
+ Khấu hao	260	265	389	389	389
- Đầu tư XDCB	-2.038	-2.119	-1.148	-200	-200
- Tăng vốn lưu động	<u>-602</u>	<u>-69</u>	<u>-381</u>	<u>5</u>	<u>7</u>
Dòng tiền tự do	-1.228	-776	274	1.843	2.162
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	-1.094	-617	194	1.166	1.219
<b>Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>-1.094</b>	<b>-1.710</b>	<b>-1.516</b>	<b>-350</b>	<b>870</b>

Nguồn: Dự báo của VCSC

### So sánh các công ty cùng ngành

Như được mô tả trong hình 18, P/E trượt của DPM thường biến động quanh mức 25-45% thấp hơn so với với P/E điều chỉnh của các công ty cùng ngành. Do đó, chúng tôi sử dụng P/E trượt 8,3 lần, tương ứng với mức chiết khấu 40% đến P/E trượt điều chỉnh và phù hợp hơn với xu hướng trước đây.

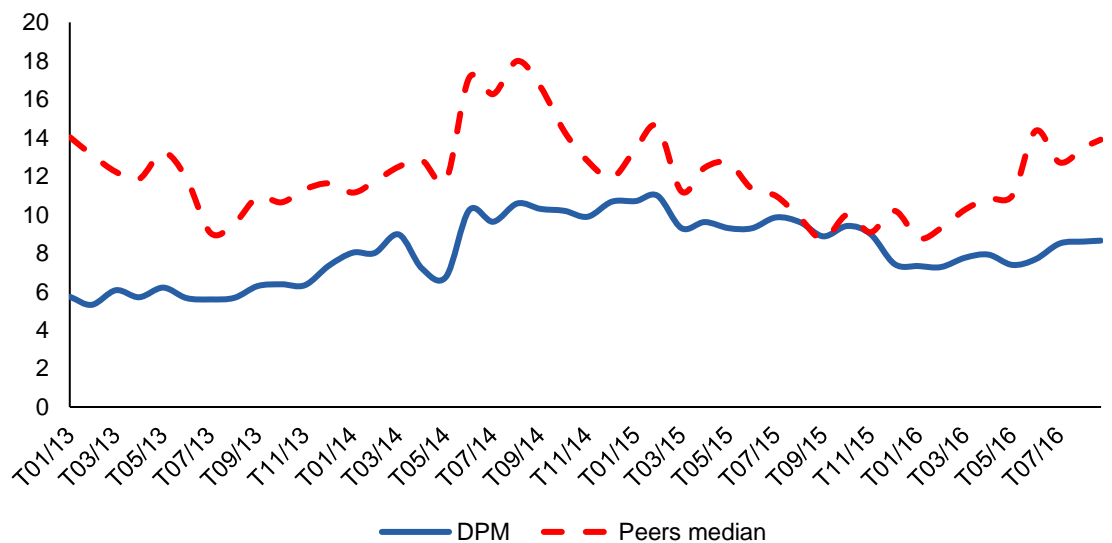
**Hình 20: So sánh với một số công ty phân bón quốc tế**

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa	DT thuần 12T	Y-o-Y %	LNST 12T	Y-o-Y %	Nợ/CSH %	ROE	Lợi suất cổ tức %	P/E 12T trượt	P/E 12T điều chỉnh	P/E điều chỉnh 2016	P/B Quý gần nhất
Shandong Hualu Hengsheng Chemical Co Ltd	Trung Quốc	1.994	1.216	(18,9)	135	(5,5)	37,7	11,8	NA	15,3	13,9	13,3	1,7
Luxi Chemical Group Co Ltd	Trung Quốc	1.054	1.716	(20,5)	22	(69,9)	96,7	2,3	NA	50,6	46,0	NA	1,2
China BlueChemical Ltd	Hồng Kông	868	1.523	(4,6)	31	23,3	(20,5)	1,5	6,4	31,0	39,2	52,8	0,4
China XLX Fertiliser Ltd	Hồng Kông	291	900	4,8	38	(42,0)	189,0	8,3	NA	9,3	11,8	18,2	0,6
Coromandel International Ltd	Ấn Độ	1.109	1.246	0,9	55	(10,2)	85,8	15,6	1,6	20,5	15,3	NA	3,1
Chambal Fertilizers and Chemicals Ltd	Ấn Độ	379	1.610	8,1	33	(26,7)	187,2	9,3	3,1	11,8	8,8	NA	1,1
Engro Corp Ltd/Pakistan	Pakistan	1.533	1.257	(29,5)	243	105,5	55,7	20,6	7,5	6,3	9,3	NA	2,2
Fatima Fertilizer Co Ltd	Pakistan	662	248	(34,2)	180	47,7	63,5	45,4	NA	3,7	5,4	12,2	1,3
Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	Pakistan	473	443	(10,7)	32	(31,6)	119,8	39,0	NA	15,1	22,1	39,9	3,5
<b>Trung bình</b>		<b>929</b>	<b>1.129</b>	<b>(11,6)</b>	<b>85</b>	<b>(1,0)</b>	<b>90,5</b>	<b>17,1</b>	<b>4,6</b>	<b>18,2</b>	<b>19,1</b>	<b>27,3</b>	<b>1,7</b>
<b>Trung vị</b>		<b>868</b>	<b>1.246</b>	<b>(10,7)</b>	<b>38</b>	<b>(10,2)</b>	<b>85,8</b>	<b>11,8</b>	<b>4,7</b>	<b>15,1</b>	<b>13,9</b>	<b>18,2</b>	<b>1,3</b>
<b>DPM</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>494</b>	<b>406</b>	<b>-6,6</b>	<b>67</b>	<b>24,0</b>	<b>(66,3)</b>	<b>17,0</b>	<b>14,1</b>	<b>8,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>	<b>1,3</b>

Ghi chú: Tỷ lệ P/E điều chỉnh = P/E công ty chia cho trung bình thị trường tương ứng x P/E của VN-Index.

Nguồn: Bloomberg; ước tính của VCSC

**Hình 21: Diễn biến P/E trượt 12 tháng điều chỉnh của DPM và trung vị các công ty phân bón khác**



Nguồn: Bloomberg

## Phân tích độ nhạy

### Giá dầu thô

**Hình 22: Tác động của giá dầu đối với tình hình tài chính của DPM 2016 theo nhiều kịch bản khác nhau**

<b>Giá định 2016</b>					
Giá dầu thô trung bình (USD/thùng) (*)	35 (**)	40	45	50	55
Giá định giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)	185	213	241	270	298
Giá khí đầu vào (USD/MMBTU), bao gồm phí vận chuyển	3,0	3,4	3,7	4,0	4,3
Giá bán u-rê (USD/tấn)	282	288	294	300	307
<b>Chỉ số tài chính (2016)</b>					
LNST 2016 (tỷ đồng)	1.404	1.356	1.307	1.267	1.226
EPS (đồng/CP)	3.067	2.961	2.854	2.766	2.678
Tăng trưởng EPS (%) chuẩn hóa	-8,4%	-11,6%	-14,7%	-17,4%	-20,0%
ROE (%)	16,1%	15,6%	15,1%	14,6%	14,2%
<b>Định giá</b>					
PER dự phóng 1 năm (x)	9,2	9,6	9,9	10,2	10,6
<b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>	<b>30.630</b>	<b>31.480</b>	<b>31.360</b>	<b>30.940</b>	<b>30.450</b>
Tổng mức sinh lời (%)	18,6%	21,6%	21,2%	19,7%	18,0%
Lợi suất cổ tức (%)	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%

Nguồn: Ước tính của VCSC

Lưu ý: Chúng tôi giả định thận trọng rằng giá dầu thay đổi 11% sẽ khiến giá khí đầu vào thay đổi 9% nhưng giá u-rê chỉ thay đổi 2%.

(\*) Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, giá dầu sẽ đạt trung bình 45USD/thùng trong năm 2016, sau đó tăng 10USD/thùng mỗi năm đạt 65USD/thùng vào năm 2018 và đi ngang sau đó. Giá dầu thô dự báo của chúng tôi trong những năm tương lai dựa theo giả định giá dầu thô cho năm 2016 với mức tăng tuyệt đối trong giá dầu thô giả định trong suốt kỳ dự báo, ví dụ nếu giá dầu thô ước tính 50USD/thùng năm 2016, mức giá dầu thô giả định của chúng tôi sẽ tăng lên 60USD và 70USD/thùng trong năm 2017 và 2018, giữ ở mức 70USD/thùng từ năm 2019 trở đi. Vì vậy, giả định giá dầu 2016 trên đây ảnh hưởng cả giá khí đầu vào nhiên liệu, cũng như giá bán u-rê trong giao đoạn dự báo.

(\*\*) Trong kịch bản giá dầu này, giá khí đầu vào tính theo giá dầu chỉ được áp dụng trong năm 2016, và giá sản phẩm mới có hiệu lực từ năm 2017 trở đi.

## Giá Urê

Khi lợi nhuận của chúng tôi rất nhạy với giá urê và giá urê có thể không dịch chuyển cùng chiều với giá dầu thô (do điều kiện cung cầu trên thị trường urê, vốn có ảnh hưởng mạnh đến giá urê, cũng như giá dầu thô), chúng tôi xác định độ nhạy dự báo đến một mức giá dầu thô và urê giả định trong phần này của báo cáo (hình 23).

**Hình 23: Tình hình tài chính của DPM trong các kịch bản giá dầu và u-rê khác nhau trong năm 2016**

Giá dầu (USD/thùng)	Giá mục tiêu (VND/CP)				
55	25.030	26.310	27.600	29.020	30.450
50	26.950	28.240	29.520	30.940	32.370
45	28.790	30.080	31.360	32.780	34.210
40	30.190	31.480	32.760	34.180	35.610
35	30.630	31.910	33.190	34.610	36.030
<b>Giá u-rê (USD/tấn)</b>	<b>275</b>	<b>282</b>	<b>288</b>	<b>295</b>	<b>301</b>

Giá dầu (USD/thùng)	KQKD 2016 (tỷ VND)				
55	902	979	1.056	1.141	1.226
50	1.028	1.105	1.181	1.267	1.352
45	1.153	1.230	1.307	1.392	1.477
40	1.279	1.356	1.432	1.518	1.603
35	1.404	1.481	1.558	1.643	1.728
<b>Giá Urê (USD/tấn)</b>	<b>275</b>	<b>282</b>	<b>288</b>	<b>295</b>	<b>301</b>

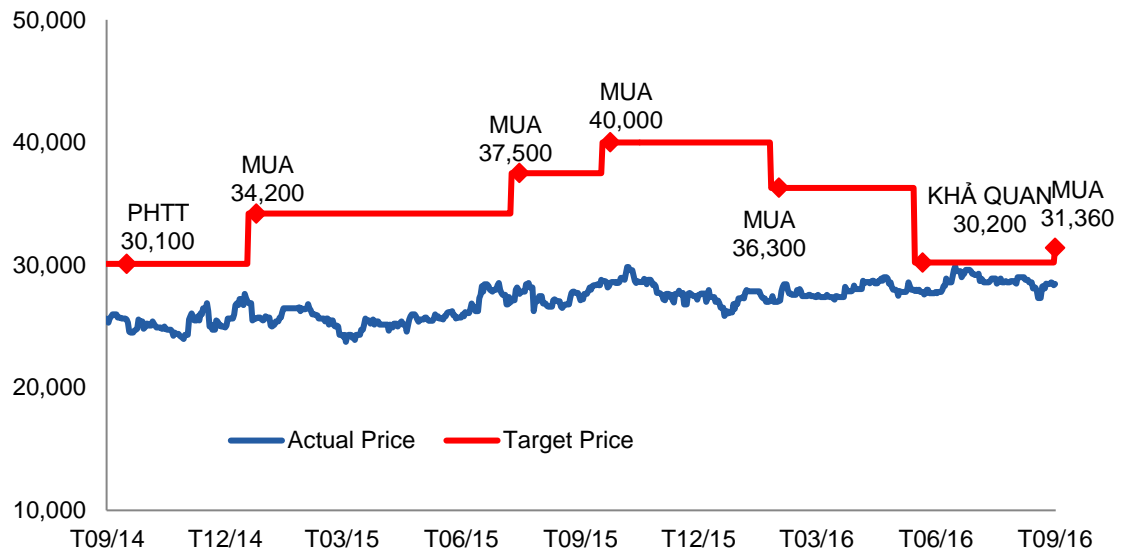
Giá dầu (USD/thùng)	Lợi nhuận gộp từ mỗi tấn u-rê năm 2016 (USD)				
55	117	123	129	136	142
50	125	131	137	144	151
45	134	140	146	152	159
40	142	148	154	161	167
35	150	156	162	169	176
<b>Giá Urê (USD/tấn)</b>	<b>275</b>	<b>282</b>	<b>288</b>	<b>295</b>	<b>301</b>

Nguồn: Ước tính của VCSC. (\*) Chúng tôi dự báo giá u-rê sẽ phục hồi cùng với giá dầu trong giai đoạn dự báo của chúng tôi trên cơ sở dự báo của Ngân hàng Thế giới; do đó thay đổi dự báo giá urê giả định năm 2016 sẽ ảnh hưởng đến tất cả các năm dự



## Lịch sử khuyến nghị

Hình 24: Giá mục tiêu VCSC đưa ra và diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg & VCSC

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần	9.765	8.967	9.521	Tiền và tương đương	5.690	4.504	3.599
Giá vốn hàng bán	-6.612	-6.227	-6.904	Đầu tư TC ngắn hạn	81	81	81
Lợi nhuận gộp	3.153	2.740	2.617	Các khoản phải thu	-9	20	21
Chi phí bán hàng	-751	-753	-666	Hàng tồn kho	1.365	1.279	1.419
Chi phí quản lý DN	-597	-565	-533	TS ngắn hạn khác	955	669	669
LN thuần HĐKD	1.804	1.422	1.417	<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>8.082</b>	<b>6.553</b>	<b>5.789</b>
Doanh thu tài chính	257	231	206	TS dài hạn (gộp)	8.196	10.234	12.353
Chi phí tài chính	-7	-10	-5	- Khấu hao lũy kế	-6.418	-6.678	-6.943
Trong đó, chi phí lãi vay	-3	-9	-5	TS dài hạn (ròng)	1.777	3.555	5.410
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-198	0	0	Đầu tư TC dài hạn	20	20	20
Lợi nhuận/(chi phí) khác	25	0	0	TS dài hạn khác	1.040	1.040	1.040
LNTT	1.880	1.643	1.618	<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>2.837</b>	<b>4.615</b>	<b>6.470</b>
Thuế TNDN	-358	-312	-307	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>10.919</b>	<b>11.168</b>	<b>12.259</b>
LNST trước CĐTS	1.522	1.331	1.311	Phải trả ngắn hạn	361	342	379
Lợi ích CĐ thiểu số	-34	-24	-24	Nợ ngắn hạn	2	2	2
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.488</b>	<b>1.307</b>	<b>1.287</b>	Nợ ngắn hạn khác	1.472	547	581
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh<sup>(1)</sup></b>	<b>1.248</b>	<b>1.118</b>	<b>1.101</b>	Tổng nợ ngắn hạn	1.835	891	962
EBITDA	2.069	1.682	1.682	Nợ dài hạn	230	1.177	2.085
EPS cơ bản báo cáo, VND	3.348	2.854	2.812	Nợ dài hạn khác	306	306	306
EPS cơ bản điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	3.283	2.854	2.812	<b>Tổng nợ</b>	<b>2.372</b>	<b>2.374</b>	<b>3.353</b>
EPS pha loãng hoàn toàn <sup>(2)</sup> , VND	3.283	2.854	2.812	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2015A</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	Vốn cổ phần	3.800	3.914	3.914
<b>Tăng trưởng</b>				Thặng dư vốn CP	21	21	21
Tăng trưởng doanh thu	2,3%	-8,2%	6,2%	Lợi nhuận giữ lại	4.534	4.666	4.779
Tăng trưởng LN HĐKD	56,1%	-21,2%	-0,3%	Vốn khác	0	0	0
Tăng trưởng LNTT	45,3%	-12,6%	-1,5%	Lợi ích CĐTS	192	192	192
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	28,5%	-13,1%	-1,5%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.548</b>	<b>8.793</b>	<b>8.906</b>
<b>Khả năng sinh lời</b>				<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>10.919</b>	<b>11.168</b>	<b>12.259</b>
Biên LN gộp %	32,3%	30,6%	27,5%	<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Biên LN từ HĐ %	18,5%	15,9%	14,9%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>5.078</b>	<b>5.690</b>	<b>4.504</b>
Biên EBITDA	21,2%	18,8%	17,7%	Lợi nhuận sau thuế	1.488	1.307	1.287
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	15,2%	14,6%	13,5%	Khấu hao	265	260	265
ROE %	17,0%	15,1%	14,5%	Thay đổi vốn lưu động	125	-602	-69
ROA %	14,2%	11,8%	11,0%	Điều chỉnh khác	11	0	0
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.889</b>	<b>965</b>	<b>1.483</b>
Số ngày tồn kho	78,9	75,0	75,0	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-889	-2.038	-2.119
Số ngày phải thu	0,8	0,8	0,8	Đầu tư, ròng	-2	0	0
Số ngày phải trả	20,0	20,0	20,0	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-891</b>	<b>-2.038</b>	<b>-2.119</b>
TG luân chuyển tiền	59,6	55,8	55,8	Cổ tức đã trả	-570	-1.175	-1.175
<b>Thanh khoản</b>				Tăng (giảm) vốn	0	114	0
CS thanh toán hiện hành	4,4	7,4	6,0	Tăng (giảm) nợ dài hạn	229	947	908
CS thanh toán nhanh	3,7	5,9	4,5	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-91	0	0
CS thanh toán tiền mặt	3,1	5,1	3,7	Tiền từ các hoạt động TC khác	46	0	0
Nợ/Tài sản	0,0	0,1	0,2	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-386</b>	<b>-114</b>	<b>-267</b>
Nợ/Vốn sử dụng	0,0	0,1	0,2	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>612</b>	<b>-1.186</b>	<b>-904</b>
Nợ/Vốn CSH	-0,7	-0,4	-0,2	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>5.690</b>	<b>4.504</b>	<b>3.599</b>
Khả năng thanh toán lãi vay	702,7	27,3	11,0				

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (15% LNST) theo Thông tư 200.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Thùy Trâm 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>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</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 tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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 việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**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.

## CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

### Trụ sở chính

Bitexco. Lầu 15. Số 2 Hải Triều  
Quận 1. Tp, HCM  
+848 3914 3588

### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1. TP, HCM  
+848 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Giám đốc

Barry Weisblatt. +848 3914 3588 ext 105  
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

### Ngô Hoàng Long. Trưởng phòng cao cấp. ext 145 Tài chính. Công nghiệp. Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa. CV cao cấp ext 124  
- Lê Minh Thùy. Chuyên viên ext 116

### Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung. Chuyên viên ext 149

### Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền. Chuyên viên ext 132

### Hàng tiêu dùng. Ôtô và Sắm lốp

### Đặng Văn Pháp. Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào. CV cao cấp ext 185  
- Lê Trọng Nghĩa. Chuyên viên ext 181

### BDS và Xây dựng

### Lưu Bích Hồng. Trưởng phòng. ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên, ext 174

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto. M, Sc,  
+848 3914 3588 ext 102  
michel.tosto@vcsc.com.vn

## Phòng Môi giới khách hàng trong nước

### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+848 3914 3588 ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm. Hà Nội  
+844 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1. Tp, HCM  
+848 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

### Anirban Lahiri. Trưởng phòng cao cấp ext 130 Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải. Chuyên viên ext 138  
- Nguyễn Thanh Nga. Chuyên viên ext 199

### Dầu khí. Điện và Phân bón

### Đinh Thị Thùy Dương. Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm. Chuyên viên ext 135

### Khách hàng cá nhân

### Vũ Minh Đức. Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy. Chuyên viên 147  
- Nguyễn Đắc Phú Thành. Chuyên viên ext 194  
- Chu Lực Ninh. Chuyên viên ext 196

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 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.