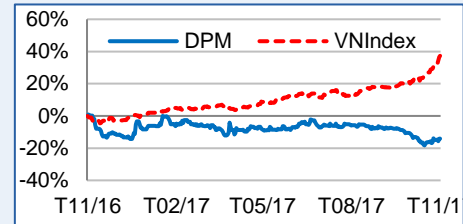


Ngành:	Hóa dầu		2017	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	09/03/2018	Tăng trưởng DT	0,9%	23,6%	7,0%	3,9%
Giá hiện tại:	22.800VND	Tăng trưởng EPS	-39,1%	-10,3%	35,9%	32,0%
Giá mục tiêu:	22.200VND	Biên LN gộp	26,4%	22,6%	24,5%	25,8%
Giá mục tiêu trước đây:	20.500VND	Biên LN ròng	8,7%	6,3%	8,0%	10,2%
TL tăng:	-2,6%	EV/EBITDA	7,5x	5,7x	4,4x	3,4x
Lợi suất cổ tức:	4,4%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	109,5x	8,9x	5,7x	4,8x
Tổng mức sinh lời:	+1,8%	P/E	15,0x	16,8x	12,3x	9,3x



Tổng quan công ty

DPM là nhà sản xuất u-rê 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 u-rê hạt trong/năm.

		DPM	Peers*	VNI
GT vốn hóa:	393,4tr USD	15,0x	36,8x	20,6x
Room KN:	103,7tr USD	P/E (trượt)	1,1x	2,6x
GTGD/ngày (30n):	1,0tr USD	P/B (hiện tại)	1,1x	2,6x
Cổ phần Nhà nước:	59,6%	Nợ ròng/Vốn CSH	-33,4%	83,9%
SL cổ phiếu lưu hành	391,5tr	ROE	8,5%	18,8%
Pha loãng hoàn toàn:	391,5tr	ROA	7,0%	7,0%
PEG 3 năm	NM	* các CT cùng ngành nước ngoài sử dụng hệ số TT điều chỉnh; số liệu dựa theo giá trị trung bình		

**Ngô Thùy Trâm**  
Chuyên viên cao cấp

## Chờ đợi câu chuyện đảo chiều trong năm 2019

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Trưởng phòng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG trong khi điều chỉnh tăng 8,3% giá mục tiêu cho Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM), do lãi suất phi rủi ro thấp hơn và P/E trung bình ngành cao hơn.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận 2018 sẽ giảm 10,3% so với 2017 do khoản lỗ của nhà máy NPK do thời gian khấu hao ngắn, không đủ bù đắp cho sự phục hồi nhẹ của mảng phân bón.
- Nhà máy NPK dự kiến sẽ đi vào hoạt động thương mại trong tháng 4/2018 và sẽ ghi nhận lỗ trong hai năm đầu tiên do hiệu suất hoạt động thấp, trước khi đóng góp 10-15% lợi nhuận từ năm 2020.
- Dù DPM có bảng cân đối kế toán lành mạnh với tỷ lệ đòn bẩy ròng luôn ở mức âm, cổ phiếu hiện tại khá kém hấp dẫn do lợi nhuận giảm trong ngắn hạn và ROE thấp
- DPM hiện đang giao dịch khá kém hấp dẫn với P/E 2018 đạt 16,8 lần, chiết khấu 54% so với các công ty nhưng phù hợp với diễn biến trong quá khứ của công ty.

**Nhà máy NH3/NPK đi vào hoạt động trong quý 2/2018.** Tính đến ngày 25/11/2017, nhà máy NH3 và NPK đã hoàn thành lần lượt 97,37% và 98,37% tiến độ hợp đồng EPC. Nhà máy NH3 đã hoàn thành quá trình chạy thử và chuẩn bị hoạt động thương mại trong tháng 1/2018. Trong khi đó, nhà máy NPK đang thực hiện chạy thử và có kế hoạch hoạt động thương mại trong tháng 4/2018. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy NPK sẽ vận hành với hiệu suất 60% và ghi nhận lỗ 106 tỷ đồng trong năm 2018. Khi nhà máy hoạt động với công suất tối đa, có thể giúp DPM tăng thêm 10-15% lợi nhuận vào năm 2020.

**Giá urê sẽ tăng 4%, đủ để bù đắp cho mức tăng 14,8% của giá khí đầu vào.** Cắt giảm nguồn cung urê tại Trung Quốc có sự tác động tích cực đến thị trường urê của Việt Nam trong quý 4/2017 và quý 1/2018. Trong 2 tháng đầu năm 2018, sản lượng urê nhập khẩu giảm 35,1% so với cùng kỳ năm trước (YoY). Do đó, chúng tôi dự phóng mức tăng 4% của giá urê trung bình lên 6.600 đồng/kg. Con số này là vừa đủ để bù đắp cho mức tăng giá đầu vào do giá dầu thô cao hơn.

**Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo cổ tức tiền mặt 2018 từ 2.000 đồng còn 1.000 đồng (lợi suất cổ tức 4,4%).** Với chi tiêu vốn XD/CB kế hoạch là 1,6 nghìn tỷ đồng cho nhà máy NH3/NPK trong năm 2018. DPM có kế hoạch chia cổ tức 1.000 đồng/CP, là khá hợp lý theo quan điểm của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/CP từ năm 2019, với chi tiêu vốn XD/CB thấp hơn và lợi nhuận phục hồi.

**Điều chỉnh thuế GTGT là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu năm 2018.** Đề xuất điều chỉnh thuế GTGT, khi đưa phân bón vào danh mục sản phẩm được miễn trừ thuế GTGT, có thể là yếu tố hỗ trợ giá

cho DPM năm 2018. Đề xuất điều chỉnh thuế sẽ được trình đến Quốc hội trong năm 2018 để thông qua và áp dụng từ năm 2019. Khi chúng tôi ghi nhận thay đổi thuế GTGT vào mô hình định giá của chúng tôi, diễn biến này sẽ giúp giảm chi phí 20-30% và nâng giá mục tiêu của chúng tôi thêm 10-15%.

**Kế hoạch thoái vốn của Chính phủ là một yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu khác.** Theo kế hoạch, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) phải giảm cổ phần từ mức 59,6% còn 51,0% trong năm 2018. DPM đang cân nhắc đề xuất PVN giảm thêm cổ phần tại DPM xuống dưới mức 51%.

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	7.996	9.879	10.568	Tiền và tương đương	2.362	2.756	2.721
Giá vốn hàng bán	-5.884	-7.646	-7.979	Đầu tư TC ngắn hạn	895	895	895
Lợi nhuận gộp	2.111	2.234	2.589	Các khoản phải thu	396	154	521
Chi phí bán hàng	-803	-801	-870	Hàng tồn kho	1.223	1.362	1.421
Chi phí quản lí DN	-639	-733	-646	TS ngắn hạn khác	375	375	375
LN thuần HĐKD	670	700	1.073	Tổng TS ngắn hạn	5.017	5.541	5.499
Doanh thu tài chính	165	130	164	TS dài hạn (gộp)	9.139	10.933	11.533
Chi phí tài chính	-1	-64	-188	- Khấu hao lũy kế	-6.773	-7.411	-8.050
Trong đó, chi phí lãi vay	0	-64	-188	TS dài hạn (ròng)	2.367	3.522	3.483
Lợi nhuận từ công ty LDLK	4	4	4	Đầu tư TC dài hạn	18	18	18
Lợi nhuận/(chi phí) khác	16	16	16	TS dài hạn khác	2.862	2.862	2.862
LNTT	853	786	1.069	Tổng TS dài hạn	5.247	6.402	6.363
Thuế TNDN	-145	-149	-203	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>10.264</b>	<b>11.943</b>	<b>11.863</b>
LNST trước CĐTS	708	637	866	Phải trả ngắn hạn	298	524	546
Lợi ích CĐ thiểu số	-13	-14	-19	Nợ ngắn hạn	0	0	0
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>694</b>	<b>623</b>	<b>847</b>	Nợ ngắn hạn khác	1.120	771	824
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh<sup>(1)</sup></b>	<b>578</b>	<b>517</b>	<b>709</b>	Tổng nợ ngắn hạn	1.418	1.294	1.371
EBITDA	862	1.339	1.712	Nợ dài hạn	630	2.200	1.980
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.517	1.360	1.849	Nợ dài hạn khác	173	173	173
EPS cơ bản điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	1.477	1.320	1.809	<b>Tổng nợ</b>	<b>2.221</b>	<b>3.668</b>	<b>3.524</b>
EPS pha loãng hoàn toàn, VND	1.477	1.320	1.809	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2017A</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	Vốn cổ phần	3.914	3.914	3.914
<b>Tăng trưởng</b>				Thặng dư vốn CP	21	21	21
Tăng trưởng doanh thu	0,9%	23,6%	7,0%	Lợi nhuận giữ lại	3.937	4.168	4.232
Tăng trưởng LN HĐKD	-42,3%	4,5%	53,3%	Vốn khác	0	1	0
Tăng trưởng LNTT	-38,8%	-7,8%	35,9%	Lợi ích CĐTS	171	171	171
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-39,1%	-10,3%	35,9%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.043</b>	<b>8.274</b>	<b>8.338</b>
<b>Khả năng sinh lời</b>				<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>10.264</b>	<b>11.942</b>	<b>11.863</b>
Biên LN gộp %	26,4%	22,6%	24,5%	<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Biên LN từ HĐ %	8,4%	7,1%	10,2%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>4.099</b>	<b>2.362</b>	<b>2.756</b>
Biên EBITDA	10,8%	13,6%	16,2%	Lợi nhuận sau thuế	694	623	847
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	8,7%	6,3%	8,0%	Khấu hao	191	639	639
ROE %	8,5%	7,6%	10,2%	Thay đổi vốn lưu động	-681	-253	83
ROA %	7,0%	5,6%	7,1%	Điều chỉnh khác	-123	0	0
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>82</b>	<b>1.008</b>	<b>1.569</b>
Số ngày tồn kho	66,6	65,0	65,0	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.379	-1.794	-600
Số ngày phải thu	17,6	18,0	18,0	Đầu tư, ròng	-656	0	0
Số ngày phải trả	24,0	25,0	25,0	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-2.035</b>	<b>-1.794</b>	<b>-600</b>
TG luân chuyển tiền	60,2	58,0	58,0	Cổ tức đã trả	-398	-392	-783
<b>Thanh khoản</b>				Tăng (giảm) vốn	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	3,5	4,3	4,0	Tăng (giảm) nợ dài hạn	630	1.570	-220
CS thanh toán nhanh	2,7	3,2	3,0	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	1,7	2,1	2,0	Tiền từ các hoạt động TC khác	-14	0	0
Nợ/Tài sản	6,1%	18,4%	16,7%	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>217</b>	<b>1.179</b>	<b>-1.003</b>
Nợ/Vốn sử dụng	7,3%	21,0%	19,2%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-1.736</b>	<b>393</b>	<b>-35</b>
Nợ/Vốn CSH	-33,4%	-17,9%	-20,0%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>2.362</b>	<b>2.756</b>	<b>2.721</b>
Khả năng thanh toán lãi vay	15,7	11,0	5,7				

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 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.

## 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 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

#### Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

##### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

##### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lượng, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyễn, Chuyên viên ext 132

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

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

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

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

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 28 3914 3588 ext 102  
michel.tosto@vcsc.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588 ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

#### Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 28 3914 3588 ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 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.