

CTCP Phân bón & Hóa chất Dầu khí (DPM)

KHẢ QUAN

Ngô Đăng Quế
Chuyên viên

Cập nhật Dầu khí

Giá mục tiêu	34.200
Giá hiện tại	31.600
Cổ tức bằng tiền mặt	2.500
TL tăng	8,2%
Lợi suất cổ tức	7,9%
Tổng lợi nhuận	16,1%

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 VND	43.000
Mức thấp nhất 12 tháng VND	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%

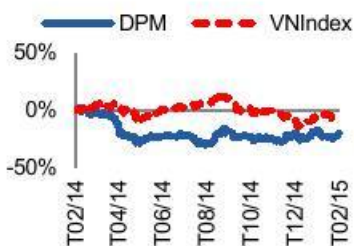
Chỉ số, danh mục ETF

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.

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu



EPS 2015 sẽ tăng 16% nhờ giá khí dầu vào giảm

- Do giá cổ phiếu DPM đã giảm mạnh, chúng tôi nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN đồng thời giữ nguyên giá mục tiêu vì KQLN 2014 chỉ chênh lệch một chút so với dự báo của chúng tôi nhưng số liệu Quý 4 cho thấy biên lợi nhuận gộp có xu hướng cải thiện nhờ giá dầu ở mức thấp.
- EPS 2014 đạt 2.888 đồng, thấp hơn 7% so với dự báo của chúng tôi vì lỗ từ công ty liên doanh PVTex cao hơn so với ước tính của chúng tôi; tuy nhiên, doanh thu và lợi nhuận gộp cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi.
- Ban lãnh đạo đề ra mục tiêu EPS 2015 giảm 30% trong trường hợp giá dầu 75USD/thùng. Dự báo do chúng tôi đưa ra là 3.352 đồng (tăng 16%) có sự chênh lệch lớn so với mục tiêu của công ty vì chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ vào khoảng 60USD/thùng.

Lợi nhuận xuống đến mức thấp nhất kể từ năm 2007 vì giá u-rê chịu áp lực từ tình trạng dư cung kéo dài trên thị trường thế giới và PVTex tiếp tục thua lỗ. Giá u-rê giảm 12% trong năm 2014 so với năm 2013 khiến doanh thu 2014 giảm 8% xuống 9.500 tỷ đồng và lợi nhuận gộp giảm 28% xuống 2.400 tỷ đồng nhưng cả hai kết quả này đều cao hơn 4% so với dự báo của chúng tôi. Nguyên nhân khiến lợi nhuận sau thuế thấp hơn 7% so với dự báo là khoản lỗ 280 tỷ đồng của PVTex, cao hơn 14% so với ước tính của chúng tôi.

Bước đầu hưởng lợi từ việc giá dầu giảm. KQLN Quý 4 cho thấy biên lợi nhuận gộp tăng 0,57% so với Quý 3/2014 nhờ giá khí dầu vào giảm 24% và giá bán trung bình tăng 3%. Điều này xác nhận quan điểm của chúng tôi là giá dầu giảm, giúp chi phí đầu vào giảm, sẽ bù đắp lại việc giá bán u-rê giảm.

Ban lãnh đạo dự kiến doanh thu sẽ giảm nhẹ 3% nhưng LNST giảm 30% trong năm 2015 so với năm 2014 trên cơ sở các giả định (1) Giá khí dầu vào sẽ giảm 18% (tương đương 75USD/thùng); (2) Giá bán trung bình sẽ giảm 5%-10% từ mức 350USD/tấn và (3) Sản lượng bán ra sẽ giảm 5% do hoạt động bảo dưỡng kéo dài một tháng.

Khác biệt chính trong quan điểm giữa chúng tôi và ban lãnh đạo DPM là giá dầu. Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ tiếp tục vào khoảng 60USD/thùng và do đó, giá khí dầu vào giảm 33%; qua đó tăng trưởng lợi nhuận đạt 16% trong khi DPM giả định giá dầu giảm 30%.

KQLN của PVTex vẫn là yếu tố khó dự báo nhất trong mô hình của chúng tôi. Ban lãnh đạo dự kiến PVTex sẽ hòa vốn trong hai năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính DPM sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ 200 tỷ đồng từ PVTex, tương ứng với mức giảm lợi nhuận 447VND/cổ phiếu dành cho DPM, với EPS tương ứng trong kịch bản cơ sở là 3.352 đồng. Chúng tôi đưa ra dự báo EPS tương ứng với từng KQLN của PVTex trong Hình 3, trang 2.

Các chỉ số chính	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	13.322	10.363	9.549	9.271	9.231
LNST (tỷ đồng)	3.017	2.215	1.097	1.274	1.276
Biên lợi nhuận gộp (%)	32,5%	32,3%	25,4%	31,4%	32,4%
Biên LN từ hoạt động (%)	22,6%	20,9%	12,1%	15,1%	14,6%
Biên LNST (%)	22,6%	21,4%	11,5%	13,7%	13,8%
EPS, pha loãng hoàn toàn (VND)	7.939	5.830	2.888	3.352	3.359
Tăng trưởng EPS (%)	-2,8%	-26,6%	-50,5%	16,1%	0,2%
Giá trị doanh nghiệp / EBITDA	3,3	4,4	8,1	7,8	8,7
Giá CP / dòng tiền tự do, theo giá TT	17,8	-17,7	-10,6	13,8	15,9
Giá CP / LN, theo giá TT	4,0	5,4	11,0	9,5	9,4
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	1,3	1,3	1,4	1,2	1,2
ROA (%)	30,9%	21,1%	10,9%	11,4%	9,6%
ROE (%)	34,9%	24,1%	12,2%	13,6%	12,7%
Nợ/CSH (%)	0,4%	0,7%	1,1%	13,8%	28,7%

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

Hình 1: EPS của DPM chịu tác động của giá bán trung bình nhiều hơn so với tác động của giá dầu. Giá bán trung bình giảm 1% sẽ khiến lợi nhuận giảm 3% và giá dầu giảm 1% sẽ khiến lợi nhuận tăng 1%

Giá dầu Brent (USD/thùng)							
Giá bán TB USD/tấn	75	70	65	60	55	50	45
346	3.090	3.406	3.723	4.039	4.356	4.672	3.090
333	2.753	3.069	3.386	3.702	4.019	4.335	2.753
326	2.402	2.719	3.035	3.352	3.668	3.985	2.402
320	2.058	2.374	2.691	3.007	3.324	3.640	2.058
307	1.710	2.027	2.343	2.660	2.976	3.293	1.710

Nguồn: Ước tính của VCSC

Giá định của ban lãnh đạo DPM Dự báo của VCSC

Hình 2: TL tăng tương ứng theo giá dầu và giá bán trung bình (không tính lợi suất cổ tức 8%)

Giá dầu Brent (USD/thùng)							
Giá bán TB USD/tấn	75	70	65	60	55	50	45
346	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%
333	13%	14%	15%	16%	18%	19%	20%
326	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
320	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	2%	3%
307	-12%	-11%	-10%	-9%	-8%	-7%	-6%

Nguồn: Ước tính của VCSC

Giá định của ban lãnh đạo DPM

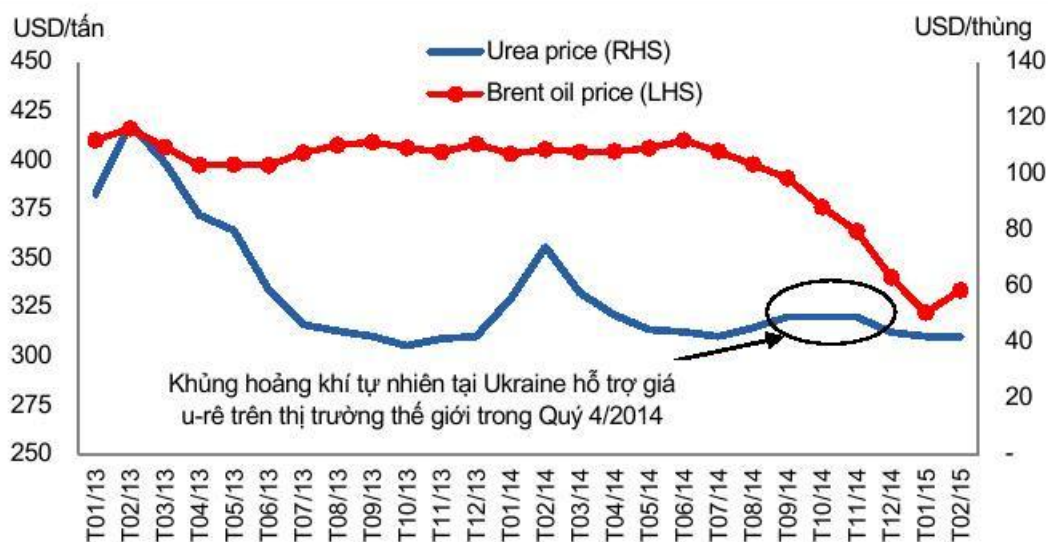
Dự báo của VCSC

Hình 3: EPS tăng 13% khi PVTex hòa vốn

Lỗ của PVTex (tỷ đồng)	EPS (VND/CP)	EPS tăng/giảm %	Giá mục tiêu (VND/CP)	TL tăng %
-400	2.911	-13%	33.719	6%
-300	3.131	-7%	33.952	7%
-200	3.352	0%	34.184	8%
-100	3.572	7%	34.417	9%
0	3.793	13%	34.650	9%

Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 4: Giá u-rê tiếp tục giảm trong khi giá dầu Brent tăng trở lại



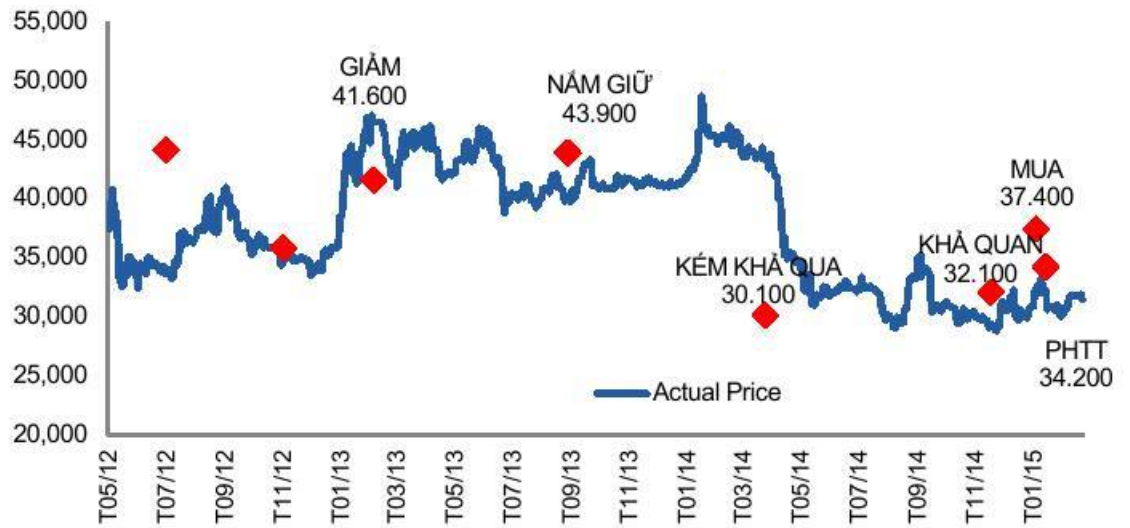
Nguồn: Bloomberg

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	315	330
<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	5,1	4,63
<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	767	1.274
Biên LNST (%)	17,20%	15,39%	12,80%	9,02%	13,71%	8,30%	13,71%
EPS	1.162	976	647	567	3.352	2.018	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>U-ré của 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 (USD/tấn)</i>	7.562	7.349	7.278	7.500	7.422	NA	7.356
<i>Phân bón nhập khẩu</i>	520	637	584	748	2.489	NA	2.597
<i>Hóa chất và các sản phẩm khác</i>	175	206	176	187	744	NA	467
Biên lợi nhuận gộp							
<i>U-ré của 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>Phân bón nhập khẩu</i>	2,86%	3,30%	5,47%	4,24%	3,96%	NA	2,00%
<i>Hóa chất và các sản phẩm 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

Giá mục tiêu và khuyến nghị VCSC đã đưa ra



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 trong 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. Ví dụ, 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

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thủy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

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.