

DPM [Giữ nguyên MUA +20%] – Hưởng lợi nhờ giá dầu xuống thấp – Cập nhật

Ngô Đăng Quế
Chuyên viên

14/05/2015

Các chỉ số chính

Cổ phần của khối ngoại	24,8%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	380 triệu
Số cổ phiếu sau pha loãng	380 triệu
Giá cao nhất 12 tháng VND	33.800
Giá thấp nhất 12 tháng VND	27.300

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	61,4%
Deutsche Bank	5,0%
Market Vectors ETF	4,6%
Norges Bank	1,8%
Amersham Industries Ltd	1,6%

Giới thiệu 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.

Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM), Phân bón và hóa chất nông nghiệp

Giá thị trường: 30.600VND Giá mục tiêu: 34.200VND TL tăng: 12%
Giá trị vốn hóa: 531tr USD GTGD/ngày (30 ngày): 0,6tr USD Room khối ngoại: 24,2%

Các chỉ số chính	2014A	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	-8%	-3%	0%	19%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế từ HĐ cốt lõi	-50%	18%	0%	15%
Tăng trưởng LNST trừ lợi ích CĐT	-50%	16%	0%	11%
Tăng trưởng EPS	-50%	16%	0%	11%
PER theo giá thị trường	10,6	12,6	10,5	9,6
PBR theo giá thị trường	1,4	1,2	1,2	1,1
ROE	12,2%	13,6%	12,7%	13,6%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	10%	8%	8%	8%

- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 34.300 đồng, với mức lợi suất cổ tức 8%, tổng lợi nhuận cho cổ đông là 20%.

- LNST Quý 1/2015 tăng mạnh 25% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ chi phí giá khí đầu vào giảm 33% trong bối cảnh giá dầu Brent trung bình duy trì ở mức 55 USD/thùng trong giai đoạn này.

- Việc ký kết hợp đồng tổng thầu dự án NH3/NPK là một tín hiệu tích cực sau khi dự án bị trì hoãn 6 tháng.

Trong Quý 1/2015, EPS tăng mạnh 25% so với cùng kỳ năm ngoái lên 1.258 đồng nhờ giá khí đầu vào giảm mạnh, chỉ còn 4,5USD/MMBTU, thấp hơn 33% so với mức trung bình cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu giảm 7% xuống 2.324 tỷ đồng vì cả sản lượng lẫn giá bán u-rê trung bình giảm khoảng 5%, xuống lần lượt 227.000 tấn và 7.500 đồng/kg. KQLN Quý 1/2015 phù hợp với dự báo của chúng tôi, tương đương 46% mục tiêu của ban lãnh đạo và 38% dự báo của chúng tôi cho cả năm.

Tăng trưởng lợi nhuận Quý 2/2015 so với cùng kỳ năm ngoái dự báo sẽ giảm xuống 10%. Quý 1 là mùa cao điểm để phục vụ vụ mùa đông-xuân, thường đóng góp 28% sản lượng u-rê cả năm. Vì vậy, chúng tôi dự báo trong Quý 2/2015, cả sản lượng lẫn giá bán trung bình đều giảm 3% so với cùng kỳ năm ngoái do nhu cầu vào mùa hè thấp hơn. Ngoài ra, giá dầu Brent trong Quý 1 trung bình chỉ còn 55USD/thùng. Với giá dầu Brent tăng trở lại trong thời gian qua, chúng tôi dự báo giá khí đầu vào sẽ tăng 12% so với Quý 1 lên 5USD/MMBTU, giá định giá dầu đạt 65USD/thùng.

Dự án NH3-NPK khả thi về mặt kinh tế vì các nhà sản xuất trong nước hiện chỉ đáp ứng khoảng 5%-10% nhu cầu NPK chất lượng cao. Ban lãnh đạo cho biết đã ký hợp đồng tổng thầu dự án trị giá 250 triệu USD với Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX:PVS) trong tháng 04/2015. Dự kiến đến Quý 3/2015 dự án sẽ được khởi công và đến cuối năm 2017 sẽ hoàn tất. Tuy dự án chậm 6 tháng so với kế hoạch nhưng chúng tôi cho rằng việc chính thức ký hợp đồng tổng thầu là một tín hiệu tích cực. Chúng tôi ước tính nhà máy NH3-NPK sẽ giúp tăng trưởng lợi nhuận năm 2017 đạt 11% và năm 2018 đạt 14% - chúng tôi ước tính nếu không tính đóng góp của nhà máy này, tăng trưởng các năm trên sẽ không đổi.

Lợi suất cổ tức cao vẫn là điểm hấp dẫn nhất của DPM. Trong các năm qua, DPM luôn có lợi suất cổ tức cao, từ 8% đến 10%. Nhờ dồi dào tiền mặt, không có nợ và dòng tiền hoạt động dương, chúng tôi cho rằng DPM có thể duy trì cổ tức bằng tiền mặt ít nhất là 2.500 đồng (lợi suất cổ tức 8,3% cho năm 2015 và 2016).

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

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

Hình 2: EPS của DPM phụ thuộc vào 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 giúp lợi nhuận tăng 1%

Giá dầu Brent (USD/thùng)							
ASP 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

Giá định của DPM

VCSC

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

Giá dầu Brent USD/thùng							
Giá bán TB 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

Giá định của DPM

VCSC

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 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

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 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.