

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **26.600**

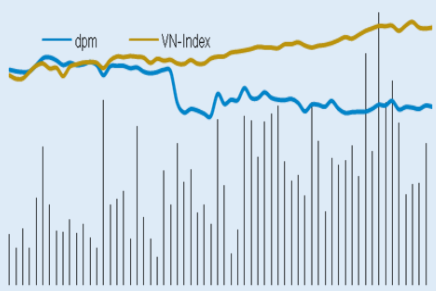
Giá thị trường (12/9/2017) **23.000**

Lợi nhuận kỳ vọng **15,6%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.120 - 26.170
Vốn hóa	9.001 tỷ đồng
SL cổ phiếu niêm yết	391.400.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	603.065 CP
% sở hữu nước ngoài	21,21%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8,7%
Beta	0,51

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DPM	4,5%	-0,6%	2,2%	-6,6%
Vn-index	18,6%	0,2%	6,3%	11,2%

Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 212

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất dầu khí

Mã giao dịch: DPM

Reuters: DPM.HM

Bloomberg: DPM VN

Lợi suất cổ tức hấp dẫn

Kỳ vọng từ chuyển đổi chính sách không chịu thuế VAT chuyển sang chịu thuế VAT 0%. Ngày 16/08/2017, Bộ Tài Chính đã đưa ra báo cáo định hướng Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của các luật thuế Giá trị gia tăng, trong đó phải kể đến nội dung chuyển phân bón chuyên dùng cho nông nghiệp, tàu đánh bắt xa bờ từ đối tượng không chịu thuế GTGT sang đối tượng chịu thuế GTGT 0%. Nếu chính sách này được thi hành, các doanh nghiệp phân bón trong nước sẽ được hưởng lợi vì tiết giảm được chi phí sản xuất, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp phân bón nói chung và DPM nói riêng giảm giá bán để tăng tính cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu khi giá phân Ure Trung Quốc luôn rẻ hơn so với phân bón nội địa khoảng 5-7%.

Dự báo KQKD 2017. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST 2017 đạt 8.127 tỷ đồng và 909 tỷ đồng, lợi nhuận giảm 22% so với năm ngoái và vượt 10% so với kế hoạch 2017.

- ❑ **Hoạt động kinh doanh phân Ure.** Chúng tôi dự báo DPM sẽ tiêu thụ khoảng 800.000 tấn Ure trong năm, giá Ure dự báo khoảng 6.500 đồng/kg với giá khí đầu vào khoảng 4,7 USD/mmbtu.
- ❑ **Tổ hợp dự án NH3 - NPK.** Dự án NH3 dự định chạy thử bắt đầu từ ngày 15/12/2017 với tổng thời gian chạy thử khoảng 45 ngày. Năm 2017 dự án NPK mới hoạt động chạy thử do đó chúng tôi giả định chưa có sản phẩm kinh doanh và năm 2018 mới bắt đầu đưa vào tiêu thụ khoảng 200.000 tấn NPK.

Triển vọng kinh doanh dài hạn. Tiềm năng tăng trưởng đối với thị trường NPK còn nhiều dư địa so với sản phẩm phân Ure. Trong khi ngành phân bón tăng trưởng trung bình mỗi năm chỉ khoảng 3% thì thị trường phân NPK có thể tăng trưởng ở mức gấp đôi, xu hướng chuyển đổi sang sử dụng phân NPK trong nông nghiệp cũng được ghi nhận. Do đó DPM có thể có bước tăng trưởng tốt về mặt doanh thu bắt đầu từ năm 2018 trong khi lợi nhuận có thể tăng trưởng ở mức kém hơn do chi phí lãi vay hạch toán và khấu hao nhà máy từ dự án NH3 – NPK.

Khuyến nghị đầu tư. Trên cơ sở định giá cổ phiếu DPM **26.600 đồng/CP**, cao hơn 15,6% so với mức giá thị trường, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DPM. Chúng tôi tin tưởng vào tiềm năng trong dài hạn của cổ phiếu DPM khi thị trường NH3 đang trong tình trạng cầu vượt cung cũng như sản phẩm NPK có mức tăng trưởng khá tốt 7%/năm. Trong giai đoạn đầu tư ban đầu với nhiều khó khăn và thách thức, DPM vẫn chi trả mức cổ tức bằng tiền mặt 20% trong năm 2017, tương đương mức lợi suất cổ tức khoảng 8,7%, tương đối hấp dẫn. Chúng tôi lưu ý trong mô hình định giá, BVSC chưa tính tới những tác động từ các chính sách hỗ trợ ngành phân bón của chính phủ, trong trường hợp các chính sách hỗ trợ như việc thay đổi từ diện không chịu thuế VAT sang chịu thuế VAT 0% hay áp dụng thuế tự vệ đối với các mặt hàng phân bón, giá trị cổ phiếu của DPM sẽ được gia tăng.

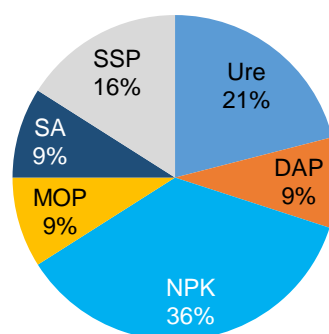
Dự báo 2017

Chỉ tiêu	2017F	%YoY	Cơ sở dự báo														
Doanh thu phân Ure	5.200		<p>Sản lượng tiêu thụ. Do đó, trên cơ sở mức tiêu thụ sản lượng trong 6 tháng đầu năm khoảng 437.000 tấn, BVSC giả định thận trọng sản lượng tiêu thụ trong năm 2017 của DPM đạt khoảng 800.000 tấn, chỉ thấp hơn khoảng 2% so với năm 2016.</p> <p>Giá bán. Diễn biến giá phân Ure theo chiều hướng tiêu cực từ tháng 2/2017, dẫn đến mức giá trung bình trong 6 tháng đầu năm chỉ khoảng 6.373 đồng/kg, tăng 2% so với năm ngoái. Bản tin CRU dự báo giá Ure tiếp tục duy trì ở mức thấp trong quý 3 và kỳ vọng sẽ hồi phục nhẹ trong quý 4 nhờ nhu cầu tăng khi vào vụ và sự cắt giảm sản lượng của một số nhà sản xuất không chấp nhận giá thấp. Do đó, chúng tôi giả định mức giá bán cả năm 2017 vào khoảng 6.500 đồng/kg.</p>														
<p>Diễn biến giá Ure Phú Mỹ 6 tháng đầu năm 2017 (VNĐ/kg)</p>  <table border="1"> <caption>Diễn biến giá Ure Phú Mỹ 6 tháng đầu năm 2017 (VNĐ/kg)</caption> <thead> <tr> <th>Tháng</th> <th>Giá (VNĐ/kg)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Jan-17</td> <td>~7,500</td> </tr> <tr> <td>Feb-17</td> <td>~6,800</td> </tr> <tr> <td>Mar-17</td> <td>~6,500</td> </tr> <tr> <td>Apr-17</td> <td>~6,300</td> </tr> <tr> <td>May-17</td> <td>~6,200</td> </tr> <tr> <td>Jun-17</td> <td>~6,100</td> </tr> </tbody> </table>				Tháng	Giá (VNĐ/kg)	Jan-17	~7,500	Feb-17	~6,800	Mar-17	~6,500	Apr-17	~6,300	May-17	~6,200	Jun-17	~6,100
Tháng	Giá (VNĐ/kg)																
Jan-17	~7,500																
Feb-17	~6,800																
Mar-17	~6,500																
Apr-17	~6,300																
May-17	~6,200																
Jun-17	~6,100																
Doanh thu nhập khẩu	2.468		Doanh thu nhập khẩu phân bón DPM qua các năm không có biến động mạnh, do đó chúng tôi giả định doanh thu nhập khẩu đạt 2.468 tỷ đồng, tương đương so với năm ngoái.														
Doanh thu NH3	123		Giả định sản lượng tiêu thụ NH3 đạt 11.250 tấn với giá bán 11.000 đồng/kg														
Tổng Doanh thu	8.127	2,5%															
Giá vốn	6.061	9,6%	Giá khí đầu vào được giả định 4,7USD/Mmbtu trên cơ sở giả định giá dầu FO bình quân trên thị trường Singapore là 330 USD/thùng, tăng khoảng 40% so với năm ngoái. Giá khí thường chiếm khoảng 35% - 40% tổng chi phí, theo đó mức chi phí dự báo đạt 6.061 tỷ đồng, tăng 9,6% so với năm ngoái.														
Lợi nhuận gộp	2.066	-13,7%															
Doanh thu tài chính	203	-13,0%	Dựa trên số dư tiền và tương đương tiền sau khi giải ngân cho dự án NH3- NPK với mức lãi suất giả định tiền gửi là 6%/năm														

Chi phí tài chính	13,6	0,0%	Dự báo dựa trên số liệu dư nợ, tình hình giải ngân cũng như tiến độ chuyển đổi hạch toán sang tài sản từ dự án tổ hợp NH3-NPK trong 6 tháng đầu năm 2017
Chi phí bán hàng & chi phí QLDN	1.195	-3,1%	Dựa trên tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu trung bình trong hai năm trở lại đây để ước tính ra tổng chi phí hoạt động trong năm 2017.
Lợi nhuận khác	12	63%	
Lợi nhuận sau thuế	909	-22%	
EPS	2.183	-22%	Ước tính EPS sau khi đã trừ đi quỹ khen thưởng phúc lợi

Thị trường phân bón NPK vẫn được đánh giá là một thị trường đầy tiềm năng. Tỷ trọng nhu cầu phân bón NPK hiện đứng cao nhất trong số các chủng loại phân bón trên thị trường với số liệu ước tính khoảng 36%. Mức tăng trưởng nhu cầu phân NPK cũng được dự đoán gấp đôi so với các chủng loại phân bón thông thường khác, ở mức 7%/năm. Trong giai đoạn quá khứ từ 2003 – 2015, mức tăng trưởng CAGR của phân NPK đạt 6,07%/năm trong khi phân Ure chỉ đạt khoảng 0,4%/năm.

Tỷ trọng nhu cầu các loại phân bón năm 2015 (%)



DPM sẽ hưởng lợi nhờ chuyển đổi chính sách không chịu thuế VAT chuyển sang chịu thuế VAT 0% nếu quyết định sửa đổi luật thuế giá trị gia tăng được thi hành. Ngày 16/08/2017, Bộ Tài Chính đã đưa ra báo cáo định hướng Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của các luật thuế Giá trị gia tăng, trong đó phải kể đến nội dung chuyển phân bón chuyên dùng cho nông nghiệp, tàu đánh bắt xa bờ từ đối tượng không chịu thuế GTGT sang đối tượng chịu thuế GTGT 0%. Nếu chính sách này được thi hành, các doanh nghiệp phân bón trong nước sẽ được hưởng lợi vì tiết giảm được chi phí sản xuất, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp phân bón nói chung và DPM nói riêng giảm giá bán để tăng tính cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu khi giá phân Ure Trung Quốc luôn rẻ hơn so với phân bón nội địa khoảng 5-7%.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý cổ phiếu DPM vào khoảng **26.611 đồng/cổ phần**, dựa trên các phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, FCFF và phương pháp chiết khấu dòng cổ tức.

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị (VND)	Giá trị tỷ trọng (VND)
Phương pháp FCFF	33,3%	35.475	11.825
Phương pháp FCFE	33,3%	33.182	11.061
Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức	33,3%	11.177	3.726
Giá cổ phiếu DPM			26.611

Trên cơ sở định giá cổ phiếu DPM **26.600 đồng/CP**, cao hơn 15,6% so với mức giá thị trường, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DPM. Chúng tôi tin tưởng vào tiềm năng trong dài hạn của cổ phiếu DPM khi thị trường NH3 đang trong tình trạng cầu vượt cung cũng như sản phẩm NPK có mức tăng trưởng khá tốt 7%/năm. Trong giai đoạn đầu tư ban đầu với nhiều khó khăn và thách thức, DPM vẫn chi trả mức cổ tức bằng tiền mặt 20% trong năm 2017, tương đương mức lợi suất cổ tức khoảng 8,7%, tương đối hấp dẫn. Chúng tôi lưu ý trong mô hình định giá, BVSC chưa tính tới những tác động từ các chính sách hỗ trợ ngành phân bón của chính phủ, trong trường hợp các chính sách hỗ trợ như việc thay đổi từ diện không chịu thuế VAT sang chịu thuế VAT 0% hay áp dụng thuế tự vệ đối với các mặt hàng phân bón, giá trị cổ phiếu của DPM sẽ được gia tăng.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu	9.765	7.925	8.127	13.503
Giá vốn	6.612	5.529	6.061	10.118
Lợi nhuận gộp	3.153	2.396	2.066	3.385
Doanh thu tài chính	257	234	207	118
Chi phí tài chính	7	14	14	195
Lợi nhuận sau thuế	1.522	1.165	909	1.151

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017F	2018F
Tiền & khoản tương đương tiền	5.690	4.099	3.220	2.458
Các khoản phải thu ngắn hạn	821	513	761	1.265
Hàng tồn kho	1.365	923	959	1.593
Tài sản cố định hữu hình	951	1.065	5.860	5.240
Đầu tư tài chính dài hạn	47	45	48	48
Tổng tài sản	10.919	9.569	12.300	12.267
Nợ ngắn hạn	1.835	1.159	1.153	1.653
Nợ dài hạn	536	180	3.184	2.674
Vốn chủ sở hữu	8.356	8.055	7.771	7.724
Tổng nguồn vốn	10.919	9.569	12.300	12.267

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017F	2018F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	2%	-19%	3%	66%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	34%	-23%	-22%	27%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	32%	30%	25%	25%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16%	15%	11%	9%
ROA (%)	14%	12%	7%	9%
ROE (%)	18%	14%	12%	15%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	22%	14%	35%	35%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	28%	17%	56%	56%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.916	2.797	2.183	2.880
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	21.988	20.581	19.855	19.735

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Phan Thùy Trang** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentiendungbvsc@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888