

DPM – MUA DÀI HẠN

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

(Ngày 19/08/2016)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	28.600
KLGD TB 10 ngày	397.377
Vốn hoá (tỷ đồng)	11,19
Số lượng CPLH (triệu)	391,34

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trần Thị Thu Trang

tttrang_hcm@vcbs.com.vn

+84-838 205510 (Ext: 641)

- **DPM đã công bố báo cáo tài chính bán niên soát xét với doanh thu ghi nhận sụt giảm và LNST tăng nhẹ.** Doanh thu thuần 6 tháng đầu năm 2016 của DPM đạt 4.424,4 tỷ đồng (-13,7% yoy, hoàn thành 49% kế hoạch năm). Trong đó, phân bón Ure vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của DPM. LNST 6T.2016 của DPM đạt 799 tỷ đồng, tăng nhẹ 2% so với cùng kỳ và hoàn thành 65% kế hoạch năm.
- **Dù giá bán giảm nhưng biên lợi nhuận gộp lại ghi nhận sự tăng nhẹ so với cùng kỳ 2015, từ 30,5% lên 34,5%.** Trong đó, mảng kinh doanh Amoniac có biên lợi nhuận cao nhất, tăng tốt từ 44,3% lên 60% trong 6 tháng đầu năm 2016. Tiếp theo là mảng kinh doanh Ure Phú Mỹ với biên lợi nhuận ghi nhận sự tăng trưởng nhẹ từ 43,7% trong 6T.2015 lên 48,6%. Nhà máy UFC85 đi vào sản xuất thương mại đã sản xuất và tiêu thụ được 587 tấn UFC85 với biên lợi nhuận gộp khá thấp, khoảng 4,9%. Mảng kinh doanh hàng hóa nhập khẩu chỉ ghi nhận biên lợi nhuận 4,6%, khá thấp so với các hoạt động sản xuất và kinh doanh nội địa.
- **Triển vọng:** nhà máy NH3/NPK hoàn thành và đưa vào vận hành từ cuối năm 2017, đầu năm 2018 với công suất 250.000 tấn NPK và 90.000 tấn NH3 sẽ tạo động lực tăng trưởng doanh thu cho DPM, đồng thời phục vụ cho nhu cầu thiết hụt phân NPK ở miền Nam và Tây Nguyên.
- **Rủi ro:** giá Ure vẫn đang trong chiều hướng giảm do ảnh hưởng của giá Ure thế giới và tình trạng ngập mặn tại miền Tây Nam Bộ khiến nhu cầu phân bón sụt giảm. Bên cạnh đó, giá Ure nội địa còn chịu sức ép cạnh tranh với phân Ure nhập khẩu, đặc biệt là từ các nước Đông Nam Á như Indonesia và Malaysia.
- Năm 2016, chúng tôi dự phóng tổng doanh thu của DPM đạt 8.452,6 tỷ đồng (-13,4% yoy) và LNST 1.364 tỷ đồng (-10,3% yoy), EPS forward là 3.393 đồng, tương ứng P/E 8,4. Sử dụng phương pháp so sánh P/E, P/B và EV/EBITDA, mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DPM là 31.150 đồng. Nhà đầu tư ưa thích cổ tức cao với mục tiêu đầu tư dài hạn có thể cân nhắc Mua khi giá chạm về vùng hỗ trợ thích hợp (vùng 28.500-28.600).

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
DTT (tỷ đồng)	13.322	10.363	9.549	9.765	8.453	8.783
+/- yoy (%)		-22,2%	-7,9%	2,3%	-13,4%	3,9%
LNST cổ đông của công ty mẹ (tỷ đồng)	3.068	2.252	1.134	1.521	1.364	1.335
+/- yoy (%)		-26,6%	-49,6%	34,1%	-10,3%	-2,1%
VCSH (tỷ đồng)	8.960	9.335	8.788	8.356	8.184	8.278
Nợ/TTS (%)	0,34%	0,63%	0,94%	2,13%	0,53%	0,55%
TS LN gộp (%)	32,5%	32,3%	25,4%	32,3%	31,0%	29,7%
ROA – TTM (%)	29,0%	20,9%	11,2%	13,9%	14,6%	14,2%
ROE – TTM (%)	34,2%	24,1%	12,9%	18,2%	16,7%	16,1%
EPS - TTM (đồng)	7.990	5.830	2.506	3.295	3.393	3.319

Nguồn: DPM, VCBS

KQKD 6T.2016

DPM đã công bố báo cáo tài chính bán niên soát xét, trong đó, doanh thu thuần 6T.2016 của DPM đạt 4.424,4 tỷ đồng (-13,7% yoy, hoàn thành 49% kế hoạch năm). LNST cổ đông công ty mẹ 785 tỷ đồng (+2,3% yoy, 64% KH năm).

Về sản lượng sản xuất, trong 6 tháng đầu năm 2016, DPM đã sản xuất được 425.913 tấn ure Phú Mỹ (+13% yoy, 53% kế hoạch năm). Đối với UFC85, công ty đã sản xuất được 4.544 tấn (72% kế hoạch 6T.2016 và 34% kế hoạch năm). Xưởng sản xuất UFC85/Formaldehyde đã được đưa vào vận hành thương mại và sản xuất từ đầu năm 2016 với sản lượng dự kiến 13.500 tấn UFC85/Formaldehyde. Theo chúng tôi kế hoạch này khó hoàn thành được do trong 6 tháng đầu năm, hai nhà máy Ure ở ngoài Bắc là Đạm Ninh Bình và Đạm Hà Bắc không hoạt động, nên nhu cầu UFC85 sụt giảm. Giá UFC85 hiện tại khoảng 600 USD/ tấn.

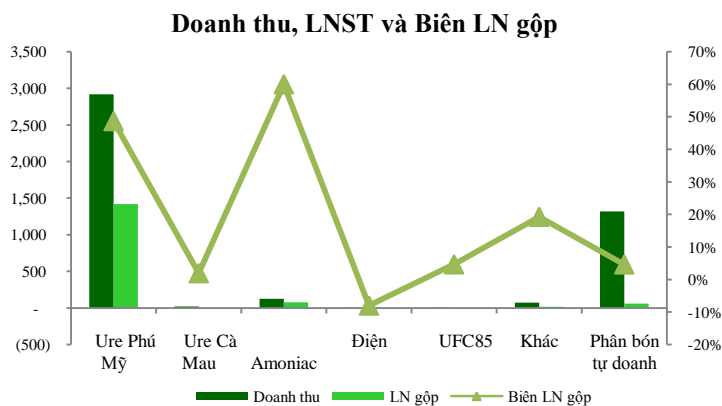
Về sản lượng kinh doanh:

- **Ure Phú Mỹ:** 6 tháng đầu năm, DPM đã tiêu thụ được 462.692 tấn (+6% yoy, hoàn thành 56% kế hoạch năm). Chúng tôi cho rằng, nhu cầu phân bón cho vụ Đông Xuân (từ tháng 1 đến đầu tháng 5 âm lịch) gia tăng nên sản lượng tiêu thụ ổn định hơn.
- **Phân bón tự doanh:** lũy kế 6 tháng, sản lượng phân bón tự doanh đạt 176.652 tấn (-9% yoy, hoàn thành 63% kế hoạch năm). Trong đó phân bón Kali chiếm 50%, NPK khoảng 30% còn lại là các loại phân bón khác. Chúng tôi chú ý sản lượng tiêu thụ NPK là 30% (khoảng 53.000 tấn, hoàn thành 58% kế hoạch năm). Như vậy có thể thấy sản lượng tiêu thụ NPK của DPM cũng khá tốt. Sang năm 2017 khi nhà máy NPK hoàn thành, DPM sẽ dần thay thế sản lượng NPK nhập khẩu này với sản lượng sản xuất ra.
- **NH3:** sản lượng NH3 đạt 15.467 tấn (+52% yoy, hoàn thành 77% kế hoạch năm). Chúng tôi nhận thấy trong các năm qua, sản lượng NH3 có xu hướng gia tăng và tỷ trọng NH3 đóng góp vào tổng doanh thu cũng tăng tương ứng, đặc biệt là từ đầu năm 2016. Điều đó thể hiện chiến lược của DPM khi đẩy mạnh kinh doanh mặt hàng này để tối ưu hóa hiệu quả sản xuất khi giá phân bón giảm.
- **UFC85:** lũy kế 6 tháng, DPM tiêu thụ được 587 tấn UFC85 (hoàn thành 6% kế hoạch năm).
- **Hóa chất khác (bao gồm CO2):** đạt 1.709 tấn (-25% yoy, hoàn thành 69% kế hoạch năm). Công ty chia sẻ kinh doanh hóa chất giảm so với cùng kỳ do giá dầu, giá khí 6 tháng đầu năm 2016 thấp nên khách hàng khai thác dầu khí giảm sản lượng hóa chất sử dụng trong khai thác.
- **Phân bón xuất khẩu:** DPM đã xuất khẩu 4.556 tấn ure Phú Mỹ sang các thị trường Thái Lan, Đài Loan. Do giá ure xuất khẩu thấp hơn so với giá bán nội địa nên DPM ưu tiên tiêu thụ trong nước để tối đa hóa lợi nhuận.

Giá phân Ure Phú Mỹ giảm mạnh so với cùng kỳ. Giá ure Phú Mỹ Q2.2016 giảm 16% so với cùng kỳ 2015 và giảm 3,6% so với Q1.2016, trung bình chỉ đạt 6.104 đồng/kg. Chúng tôi nhận thấy một vài lý do sau đã tác động đến giá Ure trong nước như: (1) giá ure thế giới đang trong xu hướng giảm nhẹ. Trung bình tháng 6, giá ure hạt đục tại Trung Đông, Trung Quốc và biển Baltic lần lượt ở mức 199USD/tấn FOB, 206 USD/tấn FOB và 191 USD/tấn FOB, giảm từ 2-9 USD tấn so với tháng 5. (2) Tình hình hạn hán tại khu vực Đông Nam Bộ, Tây Nguyên và tình trạng ngập mặn tại miền Tây Nam Bộ đã khiến giá phân bón trong 6 tháng đầu năm suy giảm, và (3) lượng Ure nhập khẩu giá rẻ gia tăng, trong 7 tháng đầu năm 2016, khối lượng phân bón

nhập khẩu đạt 2,38 triệu tấn (+10,4% yoy). Lũy kế 6T.2016, giá Ure Phú Mỹ chỉ dao động quanh mức 6.309 đồng/kg. Theo chia sẻ từ công ty, giá phân bón Ure Phú Mỹ vẫn đang theo chiều hướng giảm, từ đầu tháng 8 đến nay, giá ure đã giảm trung bình khoảng 400 đồng/kg do hiện đang là mùa thấp điểm. Giá phân bón Ure Phú Mỹ cao hơn 3-5% so với các nhà máy khác do DPM có một hệ thống kho cảng tại các chi nhánh và vùng miền nên phải chịu chi phí vận chuyển khoảng 10 USD/ tấn. Tuy nhiên DPM sẽ có ưu thế hơn so với các đối thủ cạnh tranh khác do hệ thống này sẽ giúp cho DPM phân phối và kiểm soát sản phẩm dễ hơn.

Dù giá bán giảm nhưng biên lợi nhuận gộp lại ghi nhận sự tăng nhẹ so với cùng kỳ 2015 do giá khí đầu vào giảm. Biên lợi nhuận gộp trong 6 tháng đầu năm tăng nhẹ từ 30,5% lên 34,5% do giá khí đầu vào bình quân 6T.2016 là 3,39 USD/MMBTU (đã bao gồm thuế VAT), giảm 36% so với cùng kỳ. Trong đó, mảng kinh doanh Amoniac có biên lợi nhuận cao nhất, tăng tốt từ 44,3% lên 60% trong 6 tháng đầu năm 2016. Nhà máy UFC85 đi vào sản xuất thương mại đã sản xuất và tiêu thụ được 587 tấn UFC85 với biên lợi nhuận gộp khá thấp, khoảng 4,9%. Mảng kinh doanh hàng hóa nhập khẩu chỉ ghi nhận biên lợi nhuận 4,6%, khá thấp so với các hoạt động sản xuất và kinh doanh nội địa.



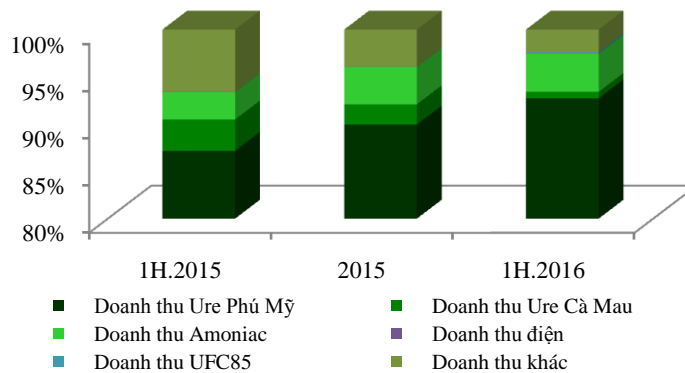
Nguồn: DPM, VCBS

Lũy kế 6T.2016, DPM ghi nhận 4.424,3 tỷ đồng doanh thu (-13,7% yoy, hoàn thành 48,6% kế hoạch năm). Doanh thu giảm so với cùng kỳ là do các nguyên nhân chính sau:

- (1) Sản lượng phân bón Ure Phú Mỹ trong 6 tháng đầu năm tăng 6% so với cùng kỳ năm trước nhưng giá bán bình quân lại giảm 16% nên doanh thu Ure Phú Mỹ giảm 10,3% so với cùng kỳ, đạt 2.919 tỷ đồng.
- (2) Sản lượng kinh doanh phân bón tự doanh giảm 9% so với cùng kỳ nên doanh thu giảm 13% so với cùng kỳ, đạt 1.341 tỷ đồng.
- (3) Báo cáo tài chính của DPM năm 2016 không còn hợp nhất doanh thu của 2 công ty là CTCP Bao bì Đạm Phú Mỹ (chuyển sang hình thức công ty liên doanh liên kết) và CTCP Quản lý và phát triển nhà Dầu khí Miền Nam (đã thoái 100% vốn vào ngày 13.01.2016).

Phân bón Ure Phú Mỹ chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu và hồi phục trở lại sau khi tỷ trọng giảm dần trong các năm trước. Phân bón Ure Phú Mỹ đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào cơ cấu doanh thu của DPM, tuy nhiên, tỷ trọng này đang sụt giảm dần qua các năm, đồng thời doanh thu kinh doanh mảng phân Ure Phú Mỹ cũng đang có chiều hướng giảm. Trong 6 tháng đầu năm 2016, tỷ trọng mảng Ure Phú Mỹ có sự hồi phục nhẹ trở lại, đóng góp 66% vào tổng doanh thu so với 63,5% của cùng kỳ 2015. Tỷ trọng mảng Amoniac cũng ghi nhận sự gia tăng từ 2,1% lên 2,9% trong 6T.2016 do DPM đẩy mạnh kinh doanh mặt hàng này

để tối ưu hóa hiệu quả sản xuất khi giá phân bón giảm. UFC85 đóng góp 0,11% vào tổng doanh thu của DPM. Chúng tôi nhận thấy rằng, trong bối cảnh thị trường phân bón bão hòa và chịu sức ép cạnh tranh từ sản phẩm nhập khẩu khiến giá giảm, DPM đã dần chuyển hướng sang sản xuất và kinh doanh các loại hóa chất. Đây là một bước đi đúng đắn để tối đa hóa lợi nhuận khi tình hình cạnh tranh ngày càng khốc liệt hơn.



Nguồn: DPM, VCBS

Công ty ghi nhận lãi thuần hoạt động tài chính trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu giảm. Trong 6T.2016, DPM ghi nhận 113,8 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động tài chính, trong đó 112 tỷ đồng là từ lãi tiền gửi. Ngược lại, công ty phải chi trả 10,4 tỷ đồng chi phí từ các hoạt động này trong 6 tháng đầu năm với 4,1 tỷ đồng là do lỗ từ việc thoái vốn khỏi CTCP Dầu khí nhà miền Nam. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng từ 11,2% lên 15% trong 6T.2016.

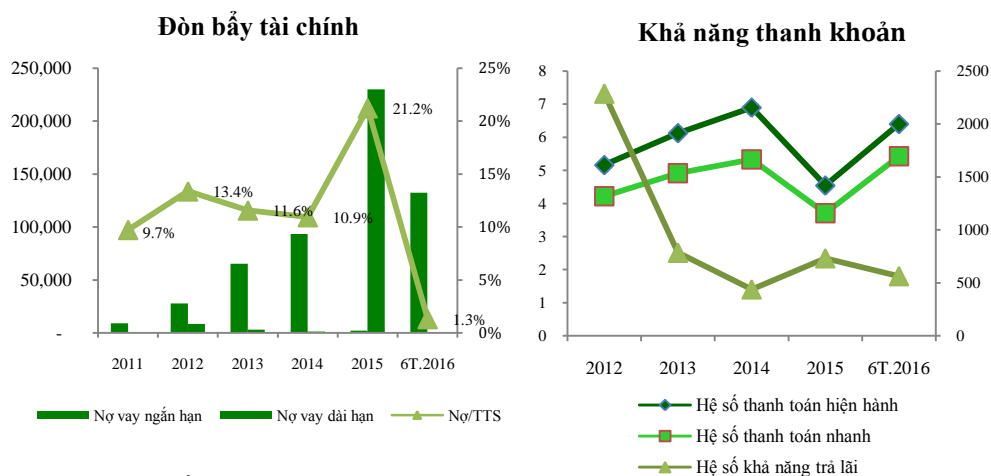
LNST 6T.2016 của cổ đông công ty mẹ đạt 785 tỷ đồng, tăng nhẹ 2,3% so với cùng kỳ và hoàn thành 64% kế hoạch năm.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Cơ cấu tài sản không có nhiều thay đổi so thời điểm đầu năm. Tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu tài sản của DPM, trung bình khoảng 70%. Trong 6T.2016, tài sản ngắn hạn chiếm khoảng 69% so với mức 74% của thời điểm đầu năm, trong đó, khoản mục tiền và tương đương tiền giảm nhẹ 10,6% yoy xuống 5.143,4 tỷ đồng và hàng tồn kho giảm 43,5% yoy.

Cơ cấu nguồn vốn dịch chuyển theo hướng lành mạnh. DPM sử dụng đòn bẩy tài chính rất thấp, tổng nợ chỉ chiếm từ 10% đến 15% tổng tài sản trong giai đoạn 2011-2014. Riêng năm 2015, tổng nợ chiếm tỷ lệ 21% trên tổng tài sản, chủ yếu đến từ khoản vay cho dự án nhà máy UFC85. Tuy nhiên, đến cuối Q2.2016, tổng nợ phải trả giảm mạnh 45% so với cùng kỳ năm trước, chỉ còn 132,4 tỷ đồng vay ngắn hạn, còn các khoản nợ dài hạn đã trả hết. Do đó, tỷ lệ nợ/TTS giảm mạnh xuống còn 2,4% và DPM không chịu áp lực chi trả lãi vay và thanh toán nợ.

DPM là một trong những doanh nghiệp rất giàu có về lượng tiền mặt. Khoản mục tiền và các khoản tương đương tiền 6T.2016 đạt 4.607 tỷ đồng (+11,2% yoy) nhưng vẫn chiếm 70,4% trong tài sản ngắn hạn. Các chỉ số về khả năng thanh khoản của DPM đều duy trì ở mức cao.



Nguồn: DPM, VCBS

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong 6T.2016 tăng mạnh 80,7% so với cùng kỳ 2015, đạt 1.120,7 tỷ đồng. Trong khi đó, DPM phải chi hơn 443 tỷ đồng (+123%) để mua sắm, xây dựng TSCĐ dẫn đến lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư tăng lên đến gần 188 tỷ đồng so với 32 tỷ đồng của cùng kỳ năm 2015. Dòng tiền từ hoạt động tài chính của DPM tăng 217% yoy, đạt 1.514 tỷ đồng với số tiền trả cổ tức tăng vọt gấp 2,7 lần so với năm ngoái lên 1.534 tỷ đồng.

TRIỂN VỌNG 2016-2017

Dự án NPK/NH3, là động lực thúc đẩy doanh thu trong tương lai. Dự án NPK/NH3 có công suất 250.000 tấn NPK và 90.000 tấn NH3, hợp đồng EPC cho dự án hệ thống nhà máy NH3-NPK trị giá 237 triệu USD, được DPM và một số chủ thầu ký kết hồi tháng 06.2015, dự kiến hoàn thành vào cuối Q4.2017 và đưa vào vận hành vào đầu năm 2018. Tổng mức đầu tư là 4.987 tỷ đồng, trong đó 60% được tài trợ bằng vốn vay (vay VND) và 40% từ vốn tự có của công ty. IRR dự phóng 14,1%, NPV là 303 tỷ đồng (NPK 95 tỷ đồng và NH3 208 tỷ đồng). Lợi nhuận bình quân hàng năm khi vận hành thương mại NH3 là 196 tỷ đồng/năm và NPK là 241 tỷ đồng/năm. Kế hoạch năm nay công ty sẽ giải ngân khoảng 1.400 tỷ, trong đó 6 tháng đầu năm đã giải ngân được 400 tỷ đồng. Hiện nay việc sử dụng phân NPK ngày càng nhiều do phân NPK có rất nhiều ưu điểm so với các loại phân đơn. Tùy loại cây trồng và thời điểm bón mà chọn lựa các loại phân NPK có tỉ lệ khác nhau. Ngoài các loại phân NPK trên thị trường còn xuất hiện loại phân chuyên dùng cho các loại cây trồng và một giai đoạn sinh trưởng nào đó. Ví dụ hiện nay có các loại phân chuyên dùng cho lúa nhiều loại phân chuyên dùng cho mía cho bắp, rau màu...

Công ty chia sẻ, sản lượng NPK sản xuất ra sẽ tiêu thụ chính ở thị trường miền Nam và Tây Nguyên. Với thị trường này, dự kiến sản lượng NPK tiêu thụ đạt mức 2,6 triệu tấn/năm, trong đó nhu cầu cho NPK chất lượng cao chiếm 70% (NPK một hạt khoảng 1,5 triệu tấn, còn lại vẫn phải nhập khẩu hàng năm khoảng 300.000-400.000 tấn). Dự kiến đến năm 2035, công suất nhà máy tăng lên 750.000 tấn. Nhà máy mới này của DPM có thể thay đổi công thức và dây chuyền sang sản xuất các loại phân bón khác như DAP. Đối với NH3, công ty ước tính khoảng 40.000 tấn NH3 sẽ dùng để sản xuất 250.000 tấn NPK, còn lại dùng để kinh doanh đáp ứng nhu cầu NH3 trong nước đang thiếu hụt. Nhà máy được hưởng thuế suất ưu đãi như sau:

- 2018-2019: được miễn thuế
- 4 năm tiếp theo: 10% (giảm 50%)

- 2024-2027: thuế suất 20%
- Từ năm 2028 trở đi: thuế suất 22%.

Nhà máy NH3 khi đi vào hoạt động vào cuối năm 2017, sẽ giúp doanh thu tăng mạnh. Đến năm 2018, khi nhà máy NPK cũng đi vào hoạt động, doanh thu do hai nhà máy này đóng góp sẽ lên đến gần 7.000 tỷ đồng. Thêm vào đó, sản phẩm amoniac được sản xuất từ dự án mở rộng nhà máy NH3 cũng được sử dụng làm nguyên liệu cho nhà máy NPK, từ đó cải thiện chuỗi giá trị của doanh nghiệp.

Việc đầu tư vào dự án NPK cho thấy DPM đang chuyển hướng kinh doanh sang mảng các sản phẩm phân bón khác. Hiện tại theo số liệu của IFA, Việt Nam đã dư cung đối với phân đạm Ure và phân NPK. Xét riêng phân NPK, tổng công suất thiết kế toàn thị trường vào khoảng 4 triệu tấn/năm, tuy nhiên sản lượng thực tế trung bình năm chỉ đạt khoảng 75% - tương đương 3 triệu tấn. So với các nhà máy khác, dự án NPK mới của DPM sẽ áp dụng công nghệ hóa học là công nghệ sản xuất NPK tiên tiến trên thế giới. Giá bán trung bình của NPK cao hơn khoảng 30% so với giá bán phân Ure. Do đó khi dự án hoàn thành, công ty kỳ vọng doanh thu và khả năng sinh lời của công ty sẽ được cải thiện nhờ việc thay thế được các sản phẩm phân bón nhập khẩu. Giá bán NPK trong nước hiện nay dao động trong khoảng 8.000-12.000 đồng/kg tùy chủng loại, trong khi đó, giá NPK nhập khẩu trung bình khoảng 9.000 đồng/kg. Nếu tình hình nhập khẩu NPK tăng cao thì khả năng giá phân bón NPK sẽ theo chiều hướng giảm.

Tuy nhiên chúng tôi đánh giá khả năng phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt. Ngày 20.07.2016, Công ty TNHH Phân bón Hàn - Việt đã động thổ xây dựng nhà máy NPK chất lượng cao tạo hạt bằng hơi nước tại TP.HCM với tổng vốn đầu tư 60 triệu USD, công suất 360.000 tấn. Dự kiến nhà máy sẽ được đưa vào hoạt động và cho ra sản phẩm đầu tiên vào tháng 9/2017. Sản phẩm của nhà máy sẽ được phân phối tại Việt Nam và xuất khẩu sang các nước Đông Nam Á, Nhật Bản, Hàn Quốc... Trong khi đó, nhà máy NPK của DPM cũng hoàn thành và đi vào sản xuất trong cùng thời điểm cuối năm 2017, do đó chúng tôi cho rằng ngoài tình trạng dư cung sẵn có, áp lực cạnh tranh với đối thủ mới là điều không thể tránh khỏi.

Vấn đề tái cấu trúc các công ty liên doanh liên kết. DPM hiện đã thoái toàn bộ vốn khỏi CTCP Quản lý và Phát triển nhà Dầu khí Miền Nam và giảm vốn tại Công ty Bao Bì Đạm Phú Mỹ xuống còn 43,34 %. Đối với nghĩa vụ bảo lãnh nợ của PVTex, công ty chia sẻ nếu PVTex không thể trả được nợ thì DPM sẽ phải bảo lãnh khoản nợ khoảng 57 triệu USD (chưa tính lãi) trong khoảng thời gian 13 năm (2017-2029).

KẾ HOẠCH 2016

Chỉ tiêu	TH 2015	KH 2016	% yoy
SLSX Đạm Phú Mỹ (nghìn tấn)	819	800	-2,3%
SLSX UFC85/Formandehyde (nghìn tấn)		13,5	
SLtiêu thụ Đạm Phú Mỹ	835	830	-0,6%
SLKD phân bón tự doanh (nghìn tấn)	370	282	-23,8%
SLKD Hóa chất (nghìn tấn)	4,6	11,9	158,7%
Tổng DT (tỷ đồng)	10.047	9.105	-9,3%
LNTT (tỷ đồng)	1.880	1.467	-22,0%
LNST của công ty mẹ (tỷ đồng)	1.488	1.228	-17,5%
Cổ tức	40%	30%	-25%

Nguồn: DPM

Năm 2016, DPM đặt kế hoạch doanh thu thuần đạt 9.105 tỷ đồng (-9,3% yoy) và LNST đạt 1.228 tỷ đồng (-17,5% yoy). Kế hoạch này được đặt ra trên những cơ sở sau:

- (1) Sản lượng Ure tiêu thụ đạt 830 ngàn tấn (-0,6% yoy).
- (2) Kịch bản giá dầu 60 USD/thùng, tỷ giá kế hoạch 22.500 VNĐ/USD.
- (3) Giá bán phân Ure khoảng 7.000 đồng/kg.

Giá khí tiếp tục được dự đoán ở mức thấp. Từ ngày 01.01.2016 đến hết 31.12.2016, giá khí được tính theo công thức tính giá khí được giao nhận tại điểm giao nhận khí. Trong đó, giá khí không bao gồm VAT (USD/mmBTU) = 46% mức giá trung bình tháng của dầu FO tại thị trường Singapore + cước khí bể Cửu Long (Bạch Hổ) áp dụng cho DPM năm 2016 là 0,94 USD/mmBTU (mỗi năm sẽ tăng thêm 2 cent). 6 tháng cuối năm, chúng tôi dự báo giá khí vẫn chưa hồi phục mạnh do tình hình giá dầu chưa thật sự khả quan. Hiện đang có 1 số ý kiến cho rằng GAS sẽ áp mức giá khí sàn cho DPM, nhưng chúng tôi chưa thấy có thông tin chính thức về việc này.

Giá phân Ure thế giới tiếp tục suy giảm do dư thừa nguồn cung. Nửa đầu năm, nguồn cung phân bón dồi dào cùng với tác động của giá các mặt hàng nhiên liệu năng lượng giảm nên giá các mặt hàng phân bón có xu hướng giảm liên tục trong các tháng đầu năm. Từ cuối tháng 3.2016, thị trường phân bón bắt đầu phục hồi nhẹ nên giá mặt hàng phân bón Ure tăng nhẹ. Tuy nhiên sang tháng 4.2016 trở lại đây, giá phân bón Ure lại có xu hướng chững lại và giảm nhẹ do nguồn cung dồi dào. So với cùng kỳ năm 2015, giá phân bón Ure trên một số thị trường chính giảm trong 6 tháng đầu năm 2016.

Giá Ure	T1	T2	T3	T4	T5	T6	6T.2016	6T.2015
(USD/tấn)	235- 255	208- 225	194- 240	203- 245	194- 240	185- 211	194- 255	251- 325

Nguồn: Agromonitor

Đối với thị trường nội địa, trong 6 tháng đầu năm, nhu cầu của thị trường trong nước thấp do ảnh hưởng của hiện tượng xâm nhập mặn, hạn hán trong khi nguồn cung trong nước tương đối dồi dào, nguồn hàng nhập khẩu giá thấp nên giá phân bón trong nước có xu hướng giảm và ổn định ở mức thấp.

Giá Ure	T1	T2	T3	T4	T5	T6	6T.2016	6T.2015
(đồng/kg)	7.800- 8.300	7.200- 7.800	7.500- 7.800	7.500- 7.800	7.500- 7.700	7.500- 7.700	7.200- 8.300	7.900- 8.500

Nguồn: Bộ Nông Nghiệp

DPM sẽ chịu sức ép cạnh tranh về giá từ sản lượng phân bón nhập khẩu của các nước Đông Nam Á khác. Trong 7 tháng đầu năm 2016, khối lượng phân bón nhập khẩu đạt 2,38 triệu tấn (+10,4% yoy), với giá trị đạt 663 triệu USD (-17,6% yoy). Trong đó, 44% tổng khối lượng phân bón nhập khẩu đến từ Trung Quốc nhưng cả khối lượng và giá trị đều giảm so với cùng kỳ. Đáng chú ý, sản lượng và giá trị phân bón nhập từ Indonesia và Malaysia tăng đột biến với Indonesia tăng 10,17 lần về khối lượng và 8,3 lần về giá trị, và Malaysia tăng 5,7 lần về khối lượng và 3,8 lần về giá trị. Một điều đáng nói, phân Ure nhập khẩu từ các nước ASEAN có lợi thế hơn so với các nước khác khi không phải chịu thuế nhập khẩu 6% như Trung Quốc. Ngoài ra, Luật thuế GTGT sửa đổi đưa phân bón về danh mục không chịu thuế GTGT khiến các doanh nghiệp trong nước không được hoàn thuế đầu vào, gián tiếp nâng chi phí sản xuất dẫn đến tăng giá thành. Điều này giúp phân Ure từ Indonesia và Malaysia có lợi thế về giá không nhỏ so với các nhà cung cấp khác.

Cho năm 2016, chúng tôi dự phóng DPM sẽ đạt doanh thu 8.452,6 tỷ đồng (-13,4% yoy) và LNST 1.364 tỷ đồng (-10,3% yoy). Mức dự phóng trên được xây dựng dựa trên các cơ sở sau:

- **Về sản lượng sản xuất và tiêu thụ:**

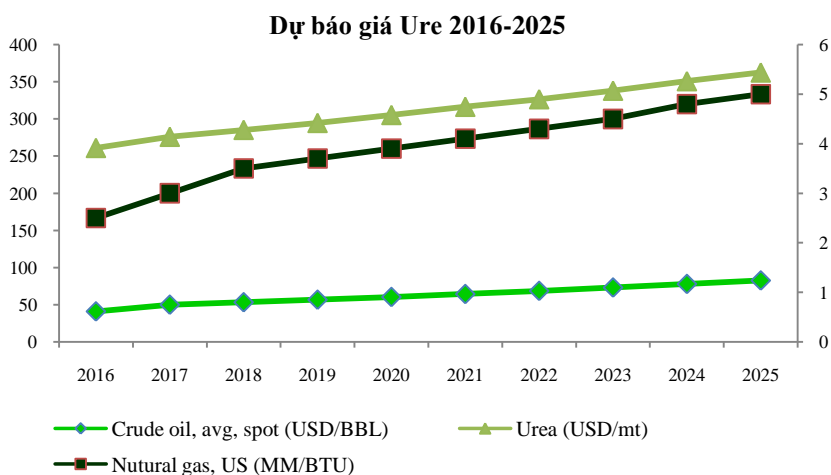
+ Sản phẩm ure: Sản lượng Ure tiêu thụ năm 2016 ở mức 852.000 tấn (+4% yoy) do tình trạng El Nino đã chấm dứt và chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ phân bón sẽ tăng trở lại trong thời gian tới khi vào vụ Thu Đông – Đông Xuân. Với những phân tích trên, chúng tôi cho rằng DPM hoàn toàn có khả năng đạt và vượt kế hoạch dựa trên sản phẩm chất lượng tốt và thương hiệu lâu đời.

+ Phân bón tự doanh chúng tôi dự phóng mức sản lượng của năm 2016 là 356.000 tấn (-3,8% yoy). Theo đó, doanh thu từ phân bón tự doanh đạt 2.669 tỷ đồng.

+ Sản phẩm NH3: Chúng tôi dự phóng doanh thu từ NH3 đạt 274 tỷ đồng với sản lượng tiêu thụ hơn 33 ngàn tấn.

+ Đối với mảng kinh doanh UFC58, chúng tôi cho rằng DPM sẽ không hoàn thành được kế hoạch sản xuất 13.500 tấn UFC85 do hai nhà máy Ure ở phía Bắc dù đã đi vào hoạt động nhưng công suất vẫn chưa hết. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ trong 6 tháng cuối năm khoảng 1.000 tấn và mang về doanh thu cả năm là 13.185 tỷ đồng.

- **Giá bán sản phẩm:** Giá định giá bán bình quân năm 2016 là 6.300 đồng/kg (-14,7% yoy) theo tốc độ giảm của giá bán Ure trong nước như đã phân tích ở trên. Từ đó, doanh thu kinh doanh Ure sẽ đạt 5.379,6 tỷ đồng. Tiêu thụ Ure trong 6T đầu năm ước giảm khoảng 5% so với cùng kỳ do trong Q1.2016, thời tiết nắng nóng và ngập mặn làm tình hình giống vụ Hè Thu chậm và diện tích vụ Đông Xuân giảm. Trong Q2.2016, do có mưa và độ mặn giảm nên nhu cầu phân bón tăng nhẹ so với Q1. Nhập khẩu chính ngạch trong 6 tháng đầu năm ước đạt 189 nghìn tấn, tăng mạnh hơn 100 tấn so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi đó, xuất khẩu tăng khoảng 8% do lượng tồn kho cao. Dự báo nhu cầu tiêu thụ Ure sẽ gia tăng 1.5-2% mỗi năm trong vòng 2 năm tới.



Nguồn: World bank

- **Về giá khí đầu vào:** Giá định giá dầu trong năm 2016 sẽ dao động ở mức 40-45USD/thùng. Theo công thức tính giá khí tự nhiên bán cho DPM, chúng tôi dự báo giá khí đầu vào của DPM năm 2016 sẽ là 3,4 USD/mmBTU.
- **Chi phí bán hàng và QLDN:** Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu chúng tôi giữ nguyên mức 13,8% như năm 2015.

- **Doanh thu và chi phí tài chính:** chúng tôi dự phóng trong năm 2016, lãi thuần hoạt động tài chính của DPM sẽ đạt 341,5 tỷ đồng (-5% yoy).

Theo đó, cho năm 2016, chúng tôi ước tính tổng doanh thu 8.452,6 tỷ đồng (-13,4% yoy) và LNST 1.364 tỷ đồng (-10,3% yoy). Cho năm 2017, VCBS dự phóng doanh thu 8.782,7 tỷ đồng (+3,9% yoy), LNST đạt 1.335 tỷ đồng (-2,13% yoy).

Kế hoạch cổ tức: DPM đã chi trả cổ tức tỷ lệ 40% cho năm 2015 thay vì 25% như kế hoạch. Tại ĐHCĐ 2015, DPM đã thông qua tỷ lệ cổ tức cho năm 2016 là 30% bằng tiền mặt. Tại thị giá hiện tại, tỷ lệ giá/cổ tức là 9,6%, khá hấp dẫn cho một doanh nghiệp đầu ngành.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối

Sử dụng phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DPM là 28.272 đồng.

Mã CK	PE
DCM	9,83
LAS	9,42
BFC	7,41
SFG	6,67
TB	8,3

Nguồn: VCBS

Sử dụng phương pháp so sánh PB chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DPM là 27.502 đồng.

Mã CK	PB
DCM	1,07
LAS	1,00
BFC	2,23
SFG	0,97
TB	1,3

Nguồn: VCBS

Sử dụng phương pháp so sánh EV/EBITDA, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DPM là 44.198 đồng.

Mã CK	EV	EBITDA	EV/EBITDA
LAS	2.651	361	7,35
BFC	2.601	472	5,51
SFG	836	126	6,66
TB			6,51

Nguồn: VCBS

Kết hợp cả ba phương pháp định giá so sánh, chúng tôi tính được mức giá hợp lý của DPM là 31.150 đồng/ cổ phiếu.

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
So sánh PE	28.272	40%
So sánh PB	27.502	40%
So sánh EV/EBITDA	44.198	20%
Giá hợp lý	31.150	

Nguồn: VCBS

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Năm 2016, DPM sẽ phải đối đầu với một số thách thức do (1) tình trạng dư cung trên thị trường phân bón tiếp tục diễn ra, (2) sức cạnh tranh về giá của các sản phẩm nhập khẩu, (3) tình trạng ngập mặn tại các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long ảnh hưởng đến diện tích trồng lúa. Bên cạnh đó, giá bán Ure tiếp tục giảm khiến biên lợi nhuận thu hẹp lại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng tương lai của DPM khá khả quan đến từ những yếu tố sau: (1) giá Ure có khả năng hồi phục khi tình trạng hạn hán kết thúc, (2) nhà máy NH₃/NPK đi vào hoạt động vào năm 2017-2018 sẽ đóng góp doanh thu đáng kể cho DPM và (3) DPM đang dần chuyển định hướng kinh doanh sang mảng phân bón NPK với biên lợi nhuận cao hơn so với urea.

Năm 2016, chúng tôi dự phóng tổng doanh thu của DPM đạt 8.452,6 tỷ đồng (-13,4% yoy) và LNST 1.364 tỷ đồng (-10,3% yoy), EPS forward là 3.393 đồng, tương ứng P/E 8,4. Sử dụng phương pháp so sánh P/E, P/B và EV/EBITDA, mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DPM là 31.150 đồng. Tuy nhiên, mức cổ tức cao 3.000 đồng/cp (yield 9,6%) là yếu tố rất hấp dẫn, bởi cổ phiếu DPM thường tăng giá trở lại sau các đợt trả cổ tức. Với tổng lợi nhuận kỳ vọng gần 20%, nhà đầu tư ưa thích cổ tức cao với mục tiêu đầu tư dài hạn có thể cân nhắc Mua khi giá chạm về mức hỗ trợ (28.500 -28.600 đồng/cổ phiếu).

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích và Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trần Thị Thu Trang

Chuyên viên phân tích

ttttrang_hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng Đại diện Bình Dương	314 Đại Lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương. ĐT: (+84-650) 385 5771
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630