

TCT Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM – HSX)

Đa dạng hóa sản phẩm là hướng đi khả dĩ trong dài hạn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY15	Q3-FY15	+/- qoq	Q4-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	2.367,5	2.269,5	4%	2.449,8	-3%
Lợi nhuận sau thuế	309,8	409,6	-24%	158,9	95%
EBIT	428,5	500,4	-14%	185,8	131%
Tỷ suất EBIT	18,1%	22,0%	-395bps	7,6%	1.052bps

Nguồn: DPM

- **Tỷ suất sinh lợi của hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện nhờ giá dầu thấp**
- **Điều kiện thời tiết bất lợi có thể ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng năm 2016**
- **Chiến lược đa dạng hóa sản phẩm là hướng đi khả dĩ trong dài hạn**

Quan điểm và Định Giá:

DPM là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất phân ure tại Việt Nam. Thuận lợi kép từ sự ổn định của hoạt động bán hàng và hưởng lợi từ giá dầu thế giới giảm mạnh, hoạt động kinh doanh của DPM có sự chuyển biến tích cực từ Q4/2014. Với triển vọng của giá dầu thế giới thấp như hiện nay, biên lợi nhuận gộp của DPM trong năm 2016 kỳ vọng sẽ tiếp tục khả quan. Dù vậy, đối lập với việc được hưởng lợi từ giá dầu thấp, chúng tôi cho rằng DPM sẽ đối mặt với nhiều thách thức: (1) Điều kiện thời tiết bất lợi có thể ảnh hưởng đến hoạt động bán hàng và giá bán ure; (2) cạnh tranh gia tăng đến từ nguồn cung dồi dào trong nước và nhập khẩu và (3) do có liên quan đến việc bảo lãnh khoản nợ vay của PVTex, DPM có thể gánh chịu chi phí tiềm tàng trong trường hợp PVTex mất khả năng thanh toán.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao vị thế và năng lực kinh doanh của DPM, bởi lẽ, rất ít các doanh nghiệp trong ngành phân bón đang chủ động mở rộng từ mảng hoạt động truyền thống sang các mảng khác như hóa chất, NPK... Dựa trên những phân tích để đưa ra kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2016 của công ty ước đạt lần lượt 8.895 tỷ đồng và 1.664 tỷ đồng, tương đương với EPS là 3.614 đồng/cp. Theo phương pháp định giá P/E và P/B, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DPM là 32.500 đồng/cp, cao hơn 12,5% so với mức đóng cửa ngày 14/04/2016. Từ đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **TRUNG HẠN** đối với cổ phiếu này.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015A	FY2016F
Doanh thu thuần	10.363,4	9.548,9	9.764,9	8.894,7
% tăng trưởng	-22,2%	-7,9%	2,3%	-8,9%
Lợi nhuận sau thuế	2.142,3	1.096,3	1.488,2	1.664,4
% tăng trưởng	-29,0%	-48,8%	35,7%	11,8%
Tỷ suất LNST (%)	20,7%	11,5%	15,2%	18,7%
ROA (%)	20,0%	10,5%	14,4%	14,9%
ROE (%)	23,4%	12,1%	17,4%	17,9%
EPS (VND)	5.644	2.885	3.295	3.614
EPS đ/chính (VND)	5.644	2.885	3.295	3.614
Giá trị sổ sách (VND)	24.595	23.127	21.988	26.247
Cổ tức tiền mặt (VND)	5.000	3.000	3.000	3.000
P/E (x)	8,9	17,3	8,8	8,0*
P/BV (x)	2,0	2,2	1,3	1,1*

Nguồn: Báo cáo tài chính DPM, Rông Việt tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 14/04/2016

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

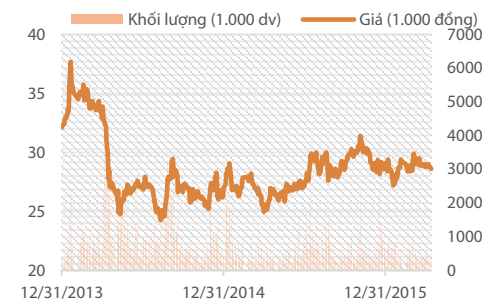
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	28.900
Giá mục tiêu (VND)	32.500

Thời gian đầu tư	Trung hạn
------------------	-----------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	11.056
SLCPDLH (nghìn cp)	379.934
Beta	0,66
Free Float (%)	32,88
Giá cao nhất 52 tuần	31.400
Giá thấp nhất 52 tuần	25.800
KLGD bình quân 20 phiên	408.947



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DPM	0,69	8,21	-0,85
Phân bón	2	13	N/a
VN30 Index	1,59	-1,26	11,10
HSX Index	3,43	2,89	23,57

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN)	59,59%
Market Vectors ETF	4,51%
Deutsche Bank AG London	4,47%
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	22,48

Trần Thị Diễm My

(084) 08-6299 2006 | Ext: 1311

my.ttd@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q4-FY15

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY15	Q3-FY15	+/- (qoq)	Q4-FY14	+/- (yoy)
Doanh thu	2.367,5	2.269,5	4,3%	2.449,8	-3,4%
Lợi nhuận gộp	815,3	770,9	5,8%	601,7	35,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	448,9	324,4	38,4%	385,2	16,5%
Thu nhập HĐKD	366,4	446,5	-17,9%	216,5	69,2%
EBITDA	350,4	567,0	-38,2%	259,2	35,2%
EBIT	428,5	500,4	-14,4%	185,8	130,6%
Chi phí tài chính	0,9	3,1	-71,3%	1,3	-34,8%
- Chi phí lãi vay	0,2	1,0	-82,9%	1,1	-83,3%
Khấu hao	78,1	-66,6	-217,4%	-73,4	-206,4%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)	1,4	21,1	-93,2%	-2,2	-166,0%
Lợi nhuận trước thuế	428,4	499,4	-14,2%	184,8	131,8%
Lợi nhuận sau thuế	309,8	409,6	-24,4%	158,9	94,9%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	308,7	392,0	-21,2%	160,9	91,9%

Nguồn: DPM, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4-FY15

Chỉ tiêu	Q4-FY15	Q3-FY15	+/- (qoq)	Q4-FY14	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	34,4%	34,0%	47bps	24,6%	988bps
EBITDA/Doanh thu	14,8%	25,0%	-1.018bps	10,6%	422bps
EBIT /Doanh thu	18,1%	22,0%	-395bps	7,6%	1.052bps
TS lợi nhuận ròng	13,1%	18,1%	-496bps	6,5%	660bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	13,0%	17,3%	-423bps	6,6%	647bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	4,5	4,5	0,0	4,9	-0,4
-Khoản phải thu	10,3	11,3	-1,0	20,5	-10,2
-Khoản phải trả	4,8	11,0	-6,2	6,2	-1,4
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2

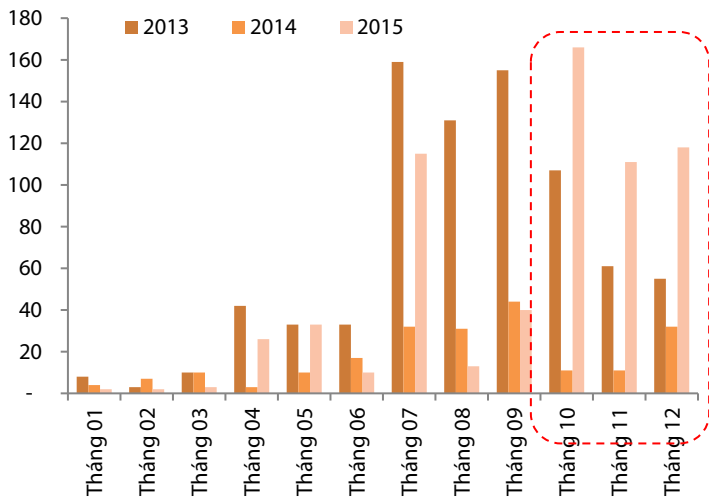
Nguồn: DPM(*) thường niên hóa

Tỷ suất sinh lợi của hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện nhờ giá dầu

Trong năm 2015, TCT Phân bón và Hóa chất Dầu khí (HSX – DPM) là một trong số ít các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn PVN ghi nhận KQKD khả quan. Nguyên nhân là xu hướng giảm của giá dầu kéo dài từ nửa cuối năm 2014 giúp hoạt động kinh doanh của DPM thuận lợi hơn dù yếu tố cung-cầu và chính sách của ngành phân bón có những điểm bất lợi đáng kể.

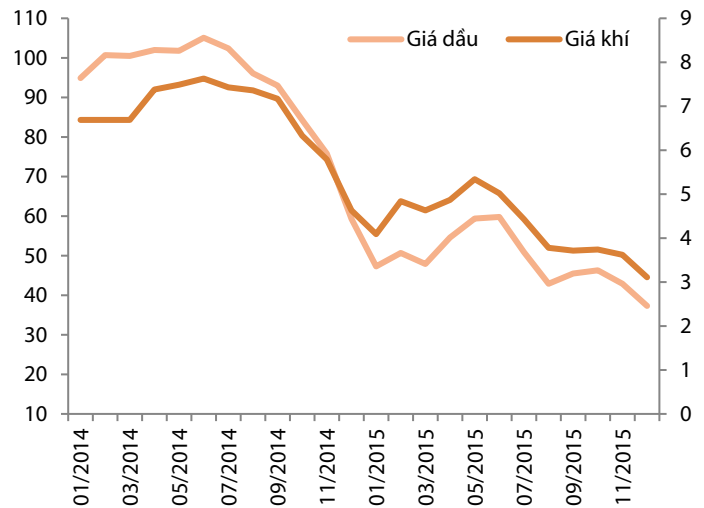
Như đã đề cập trong báo cáo cập nhật trước đây, tương tự như các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước khác, DPM gặp khó khăn trong năm qua do ảnh hưởng của chính sách thuế GTGT (Luật Thuế 71*) và cạnh tranh với phân bón nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc. Theo ước tính của doanh nghiệp, thay đổi trong phương pháp tính thuế GTGT khiến giá vốn của công ty tăng 200 tỷ đồng/năm (~3% trong giá vốn). Trong khi đó, kim ngạch nhập khẩu ure tăng gấp 3 lần về lượng và giá trị so với cùng kỳ đã gây áp lực cạnh tranh lớn cho các nhà sản xuất ure nội địa, trong đó có DPM.

Hình 1: Kim ngạch nhập khẩu ure qua các năm (Đvt: nghìn tấn)



Nguồn: Bộ NN&PTNT, RongViet Research

Hình 2: Diễn biến giá dầu và giá khí đầu vào

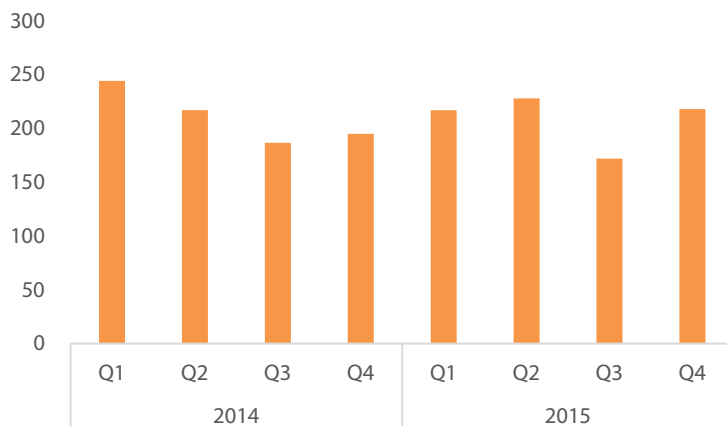


Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

(*) Từ ngày 1/1/2015, theo Luật Thuế 71, mặt hàng phân bón thuộc đối tượng không chịu thuế GTGT, các DN sản xuất, kinh doanh phân bón không được khấu trừ thuế đầu vào, khiến giá vốn gia tăng.

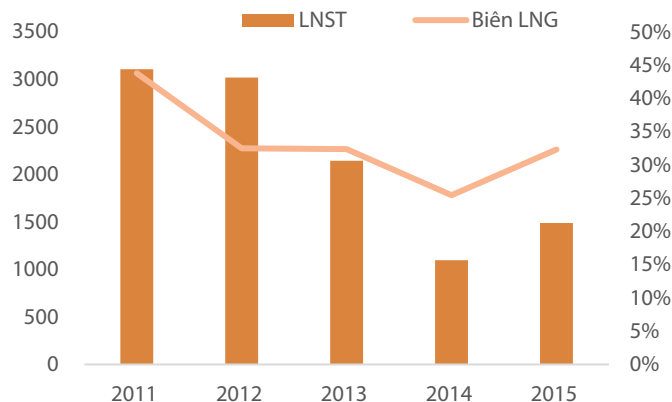
Dù vậy, KQKD của doanh nghiệp trong năm 2015 vẫn ghi nhận sự cải thiện đáng khích lệ. Doanh thu và LNST đạt lần lượt 9.852 tỷ đồng và 1.488 tỷ đồng, tăng trưởng 2,2% và 35,8% so với cùng kỳ. Nhìn chung, nhờ vị thế và năng lực cạnh tranh lớn trong ngành, hoạt động bán hàng của DPM không có nhiều biến động lớn trong lúc thị trường phân bón trong nước đang bão hòa. Sản lượng bán hàng và giá bán đầu ra ổn định dù nhà máy đạm Phú Mỹ phải dừng bảo dưỡng gần một tháng. Điểm nổi bật là việc giá khí đầu vào trong năm 2015 (neo theo giá dầu) đã giảm 36,1% so với cùng kỳ đã giúp biên lợi nhuận gộp của mảng ure tăng gần 12% so với năm trước.

Hình 3: Sản lượng kinh doanh ure theo từng quý (Đvt: nghìn tấn)



Nguồn: DPM, RongViet Research

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp và LNST (Đvt: Tỷ đồng)



Nguồn: DPM, RongViet Research

Nhìn chung, hoạt động cốt lõi là sản xuất và kinh doanh phân bón của DPM có cải thiện song ở hoạt động ngoài lõi (đầu tư tài chính vào CTCP Hóa dầu và xơ sợi dầu khí - PVtex) lại kém khả quan. Trong năm 2015, dệt may thuộc nhóm ngành kỳ vọng được hưởng lợi khi Việt Nam tham gia các hiệp định tự do thương mại và bản thân doanh nghiệp cũng nhận được nhiều sự hỗ trợ từ Chính phủ, tuy vậy, hoạt động kinh doanh của PVtex khá tiêu cực. Trước tình hình đó, DPM đã ghi nhận 100% mức dự phòng đối với khoản đầu tư này, tương đương với hơn 200 tỷ đồng. Trong năm 2016, doanh nghiệp cho biết có ý định thoái vốn khỏi PVTex nếu tìm được nhà đầu tư phù hợp.

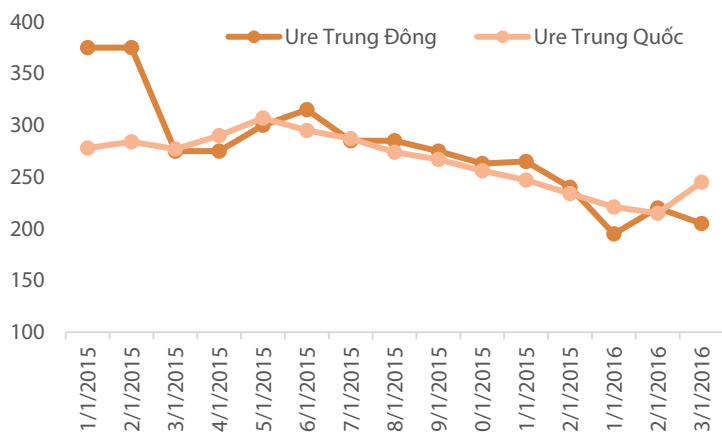
Điều kiện thời tiết bất lợi có thể ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng năm 2016

Bước sang năm 2016, ngành nông nghiệp Việt Nam, vốn có liên quan mật thiết với triển vọng ngành phân bón mà công ty đang hoạt động, phải đối mặt với nhiều khó khăn do ảnh hưởng tiêu cực của hiện tượng El Niño. Hạn hán ở khu vực miền Trung – Tây Nguyên và ngập mặn nghiêm trọng tại khu vực Đồng Bằng Sông Cửu Long tác động rất lớn đến tình hình tiêu thụ phân bón. (Xem thêm phụ lục 1 & 2).

Theo chia sẻ của doanh nghiệp, trong quý 1/2016, do thị phần chủ yếu tập trung ở khu vực Đông Nam Bộ và vùng đồng bằng sông Cửu Long (vùng không giáp biển) (không chịu tác động trực tiếp bởi tình trạng ngập mặn và khô hạn) nên sản lượng bán hàng ước tính duy trì ổn định, tương đương cùng kỳ (~210 nghìn tấn). Tuy nhiên, trong vụ lúa Hè Thu sắp tới, công ty cho biết nhu cầu ure toàn thị trường có thể sẽ giảm từ 5-10% do diễn biến xấu của thời tiết. Trước diễn biến trên, DPM đã điều chỉnh kế hoạch sản lượng bán hàng từ các khu vực chịu hạn hán (Tây Nguyên) sang khu vực không chịu tác động trực tiếp của tình hình khô hạn và ngập mặn (Đông Nam Bộ và khu vực Tây Nam Bộ không giáp biển). Trong kế hoạch SXKD năm 2016, DPM ước tính tiêu thụ 830.000 tấn ure, tương đương sản lượng thực hiện năm 2015 (835.000 tấn). Dựa trên triển vọng hiện tại, chúng tôi ước tính sản lượng kinh doanh năm 2016 của DPM sẽ dao động quanh mức 840.000 tấn ure.

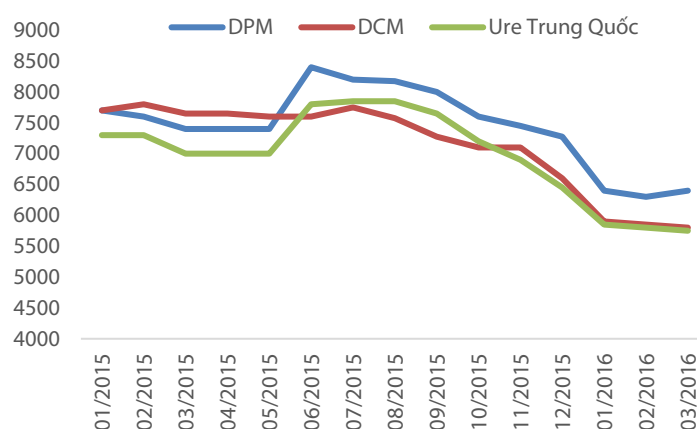
Tuy nhiên, với điều kiện thời tiết không thuận lợi, chúng tôi quan ngại nhu cầu phân bón cả nước sẽ yếu hơn trong năm nay, từ đó, tạo sức ép lên mặt bằng giá trong nước, nhất là khi nguồn cung từ sản xuất và nhập khẩu đều đang rất dôi dào. Theo Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn, nhập khẩu ure trong 3 tháng đầu năm đạt 106 nghìn tấn, tăng khoảng 4 lần về giá trị và khối lượng so với cùng kỳ. Xu hướng nhập khẩu ure tăng mạnh kéo dài từ nửa cuối năm 2015 đến đầu năm 2016 gây sức ép đối với mặt bằng giá ure trong nước. Bên cạnh đó, việc giá các nguyên liệu đầu vào trong chuỗi sản xuất ure (than đá, dầu thô) đang ở mức thấp cũng khiến mặt bằng giá ure tiếp tục đi xuống. So với đầu năm, giá ure Phú Mỹ hiện tại đã giảm 10% và tương ứng giảm 14% so với cùng kỳ.

Hình 5: Diễn biến giá ure thế giới (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Hình 6: Diễn biến giá ure trong nước (đồng/kg)



Nguồn: Vinacam, RongViet Research

Biên lợi nhuận gộp vẫn duy trì ở mức cao

Trong năm nay, giá dầu bình quân dự báo giảm nhẹ, dao động quanh vùng 40USD/thùng (theo dự báo của World Bank). Như vậy, việc giá dầu duy trì ở mức thấp là tín hiệu lạc quan cho hoạt động kinh doanh của DPM. Với giả định giá dầu bình quân năm 2016 là 40USD/thùng, giá khí theo ước tính của chúng tôi sẽ xoay quanh mức 3,47 USD/BBMTU, giảm 19% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp cả năm 2016 dự báo ở mức 32,3%, tương đương so với năm 2015 với giả định giá phân ure trong nước giảm 8%.

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2016 của DPM đạt tương ứng 8.895 tỷ đồng và 1.664 tỷ đồng. EPS (theo thông tư 200) đạt 3.614 đồng/cp, theo đó, cổ phiếu hiện tại đang giao dịch ở mức P/E forward ~8,0x.

Bảng 3: Kết quả chạy độ nhạy KQKD theo giá dầu và giá bán ure của DPM so với kịch bản cơ sở (Đvt: tỷ đồng)

LNST	Mức thay đổi của giá khí so với kịch bản cơ sở*					
	1.664	+10%	+5%	0%	-5%	-10%
Mức thay đổi của giá bán phân ure so với kịch bản cơ sở**		1.689	1.758	1.827	1.896	1.965
+4%		1.689	1.758	1.827	1.896	1.965
+2%		1.608	1.675	1.746	1.815	1.884
0%		1.526	1.595	1.664	1.733	1.802
-2%		1.445	1.514	1.583	1.649	1.721
-4%		1.364	1.433	1.502	1.571	1.640

Nguồn: RongViet Research, Kịch bản cơ sở: * giá khí giảm 19% so với năm 2015, ** giá bán ure giảm 8% so với năm 2015

Chiến lược đa dạng hóa sản phẩm là hướng đi khả dĩ trong dài hạn

Trong hai năm tới, chúng tôi nhận thấy việc đầu tư các dự án mới sẽ là bước đệm cho chu kỳ tăng trưởng mới của DPM. Với lợi thế là doanh nghiệp đầu ngành, chúng tôi đánh giá cao DPM trong việc chủ động đa dạng hóa sản phẩm (UFC85, NH3/NPK chất lượng cao, Polypropylene, Polystyrene...) trong bối cảnh các doanh nghiệp sản xuất phân bón ure vẫn còn loay hoay trong việc giải bài toán cung-cầu.

Bảng 4: Các dự án hóa chất DPM chuẩn bị triển khai (giai đoạn 2016-2020)

STT	Tên Dự án	Công suất (nghìn tấn/năm)	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	Hình thức đầu tư	Thời gian dự kiến vận hành thương mại
1	Dự án Xưởng sx nước Oxy già (H2O2)	30	21	Tự đầu tư	Sau năm 2020
2	Dự án Nhà máy sx Polystyrene (PS)	300	170	Tự đầu tư	Sau năm 2020
3	Dự án Nhà máy sx Polypropylene (PP)	400	717	Hợp tác	Sau năm 2020
4	Dự án Nhà máy sx Amoniac (NH3)	450-600	600	Hợp tác	Sau năm 2020

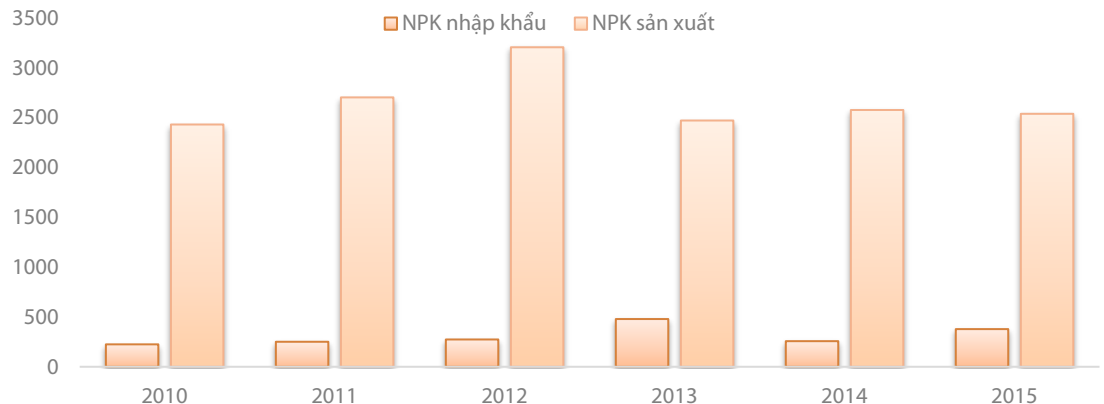
Nguồn: Bản tin NĐT Q4/2015

Vào cuối năm 2015, DPM đã hoàn tất giai đoạn thử nghiệm và đưa vào vận hành dự án UFC85/Formaldehyde*. Về cơ bản, dự án này trước mắt góp phần giúp doanh nghiệp chủ động nguồn nguyên liệu thay vì phải phụ thuộc vào nhập khẩu như trước. Bên cạnh đó, DPM cũng kỳ vọng cung cấp sản phẩm này ra thị trường với doanh thu dự kiến đạt 200 tỷ đồng trong năm 2016, trong điều kiện vận hành 90% công suất thiết kế (công suất thiết kế ~15.000 tấn/năm).

*UFC85 là phụ gia quan trọng trong quá trình sản xuất ure. Hợp chất này giúp tăng độ cứng, bền và giảm mật của sản phẩm.

Trong tương lai xa hơn, dự án NH3/NPK đang là định hướng chiến lược của doanh nghiệp. Tổng mức đầu tư dự án là 5.000 tỷ đồng với công suất thiết kế 250.000 tấn/NPK/năm và 90.000 tấn NH3/năm, hiện tại, giải ngân vốn cho dự án đang được tiến hành đúng tiến độ (~24%) và dự kiến hoàn thành vào quý 4/2017. Ngoài ra, DPM cũng đang tích cực tạo dựng thương hiệu và thị trường tiêu thụ cho sản phẩm NPK chất lượng cao nhập khẩu và đóng gói dưới thương hiệu NPK Phú Mỹ. Trong năm 2016, doanh nghiệp đạt kế hoạch tiêu thụ 92.000 tấn NPK nhập khẩu, chiếm 1/3 trong tổng sản lượng phân bón tự doanh.

Hình 7: Sản lượng sản xuất và nhập khẩu NPK ở Việt Nam (Đvt: nghìn tấn)



Nguồn: TCTK, TCHQ và RongViet Research

Triển vọng tiêu thụ sản phẩm NPK chất lượng cao

Hiện tại, tổng công suất thiết kế phân NPK cả nước vào khoảng 4 triệu tấn/năm, sản lượng thực tế trung bình năm chỉ đạt khoảng 75%, tương đương 3 triệu tấn. Tuy nhiên, có một thực tế là đa số các nhà máy sản xuất NPK đều sử dụng công nghệ lạc hậu (Bảng 3: So sánh thương hiệu NPK lớn trên cả nước). Đồng thời, thị trường phân bón NPK cũng khá lộn xộn với nhiều sản phẩm phân bón giả, kém chất lượng và chịu áp lực cạnh tranh với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc.

Bảng 5: So sánh thương hiệu NPK lớn trên cả nước

STT	Thương hiệu	Sản lượng (tấn/năm)	Công nghệ	Tên sản phẩm	Ghi chú
1	NPK Đầu Trâu (BFC)	656.000	- Công nghệ ure hóa lỏng - Công nghệ tạo hạt bằng hơi nước thùng quay	NPK 16-16-8+TE, NPK 16-16-8-13S, NPK 13-13-13+TE, NPK 20-20-5, NPK 20-20-15+TE, NPK 16-16-13+TE, NPK 16-8-18-13S+TE	- Sản phẩm đa dạng cho nhiều loại cây trồng. Bên cạnh yếu tố N-P-K, sản phẩm còn cung cấp các vi lượng và dưỡng chất cần thiết cho cây trồng.
2	NPK Phú Mỹ (DPM)	90.000	- Nhập khẩu NPK chất lượng cao được sản xuất bằng công nghệ hóa học từ các nước phát triển như châu Âu, Hàn Quốc, Ả Rập.	NPK 16-16-8 + 13S + TE, NPK 16-16-8 + 13S + TE, NPK 15-15-15; NPK 15-15-15+TE; NPK 16-8-17+11S+TE; NPK 27-6-6+2.6S; NPK 12-10-9+TE; NPK 25-9-9; NPK 15-8-20+10S	- Sản phẩm của DPM đa dạng, đáp ứng nhu cầu cho từng cây trồng. - Hàm lượng dinh dưỡng cung cấp trong sản phẩm cao hơn nếu so với mặt bằng thị trường.
3	NPK Lâm Thao (LAS)	700.000	- Hơi nước thùng quay	NPK 16.16.8-8	- Sản phẩm hàm lượng thấp, đánh vào phân khúc ưa giá rẻ của phía Bắc. - Sản phẩm ít đa dạng.
4	NPK Văn Điển (VAF)	50.000	- Trộn cơ học	NPK 16-5-17, NPK 10-10-5, NPK 9-9-12, NPK 22-5-11	- Hàm lượng dinh dưỡng của sản phẩm thấp, giá bán rẻ.

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Theo tìm hiểu của chúng tôi, nhu cầu sử dụng phân bón NPK chất lượng cao ở Việt Nam chưa nhiều (5-10% tổng nhu cầu, tương đương 200.000-400.000 tấn NPK) và rất thấp nếu so sánh với con số ~50% tiêu thụ NPK chất lượng cao ở các nước phát triển. Khi dự án của DPM hoàn thành, chúng tôi kỳ vọng những bước “lót đường” về thương hiệu có thể giúp công ty thay thế lượng NPK nhập khẩu bằng sản phẩm do nhà máy sản xuất. Như vậy, trong thời gian đầu, dự án dự kiến chưa đem lại sự thay đổi đột biến về mặt doanh thu nhưng có thể giúp công ty cải thiện biên lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó, về lâu dài, chúng tôi nhận thấy có hai xu hướng sử dụng phân bón đang được ưa chuộng trên thế giới là (1) phân hữu cơ, vi sinh; (2) phân NPK từ công nghệ tiên tiến (công nghệ hóa học thay cho công nghệ trộn cơ học/hơi nước thùng quay). Xu hướng này sẽ đi cùng với nhận thức của người nông dân trong quá trình phát triển sản phẩm nông nghiệp chất lượng cao.

Hiện tại, ngành nông nghiệp trong nước không chỉ đứng trước khó khăn về thiên tai mà sắp tới sẽ phải đối mặt với cạnh tranh đến từ các nước đối tác trong nhiều hiệp định thương mại tự do như ASEAN, TPP, FTA EU-Việt Nam... Bên cạnh đó, khi mức thu nhập bình quân đầu người và chất lượng sống của người Việt Nam càng được nâng cao, yêu cầu về chất lượng sản phẩm nông nghiệp cũng đòi hỏi ở mức cao hơn. Như vậy, thay đổi về cách thức sản xuất nông nghiệp là điều cấp thiết. Từ năm 2015, ngành nông nghiệp chất lượng cao bắt đầu nhận được quan tâm hỗ trợ nhiều hơn của Chính Phủ cũng như nhiều nhà đầu tư. Do đó, chúng tôi cho rằng dự án NPK chất lượng cao của DPM là một hướng đi khả dĩ và có triển vọng của công ty trong dài hạn.

Rủi ro khi đầu tư vào DPM

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh của DPM sẽ tiếp tục duy trì ổn định trong năm 2016. Tuy vậy, nhà đầu tư có thể lưu ý một số rủi ro đối với hoạt động của doanh nghiệp trong năm nay. Yếu tố trọng yếu ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của Công ty chính là diễn biến giá khí đầu vào do nguyên liệu đầu vào chiếm ~60% chi phí giá vốn sản xuất đạm. Yếu tố này phụ thuộc vào (1) giá dầu và (2) cách tính giá khí của GAS. Hiện tại, kịch bản giá dầu bình quân ~40USD/thùng theo chúng tôi đang là kịch bản có xác suất xảy ra cao nhất. Tuy nhiên, trong trường hợp giá dầu tăng mạnh, kết quả kinh doanh của DPM sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực. Theo ước tính của RongViet Research, giá khí đầu vào tăng 10%, LNST của DPM sẽ bị giảm khoảng 140 tỷ đồng.

Thứ hai là rủi ro thay đổi công thức giá khí từ GAS. Do diễn biến giảm sâu của giá dầu thời điểm đầu năm, TCT Khí Việt Nam (HSX-GAS) đã được cấp phép quy định mức giá bán sàn tại một số mỏ có giá thành sản xuất cao. Liên quan đến thông tin này, phía DPM vẫn chưa công bố thông tin nào về việc áp mức sàn đối với giá bán khí cho các công ty đạm. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lo ngại rủi ro điều chỉnh công thức tính giá khí có thể ảnh hưởng không tốt đến lợi nhuận của DPM.

Bên cạnh việc xem xét các yếu tố tác động đến trực tiếp đến hoạt động kinh doanh phân bón, triển vọng kinh doanh của PVtex cũng là điều đáng lưu ý. Tính đến cuối năm 2015, DPM đã trích lập 100% khoản dự phòng khoản đầu tư vào PVTex và bản thân doanh nghiệp cũng có ý định thoái vốn trong năm 2016 nếu tìm được nhà đầu tư phù hợp. Tuy nhiên, do công ty đứng ra bảo lãnh cho khoản nợ vay ~400 tỷ đồng của PVTex, chúng tôi quan ngại rằng công ty phải chịu thêm các chi phí tăng thêm đến từ khoản đầu tư này. Năm 2015, PVTex lỗ 1.255 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu âm 504 tỷ đồng.

Quan điểm định giá

DPM là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất phân ure tại Việt Nam. Thuận lợi kép từ sự ổn định của hoạt động bán hàng và hưởng lợi từ giá dầu thế giới giảm mạnh, hoạt động kinh doanh của DPM có sự chuyển biến tích cực từ Q4/2014. Với triển vọng của giá dầu thế giới thấp như hiện nay, biên lợi nhuận gộp của DPM trong năm 2016 kỳ vọng sẽ tiếp tục khả quan. Dù vậy, đối lập với việc được hưởng lợi từ giá dầu thấp, chúng tôi cho rằng DPM sẽ đối mặt với nhiều thách thức: (1) Điều kiện thời tiết bất lợi có thể ảnh hưởng đến hoạt động bán hàng và giá bán ure; (2) cạnh tranh gia tăng đến từ nguồn cung dồi dào trong nước và nhập khẩu và (3) do có liên quan đến việc bảo lãnh khoản nợ vay của PVTex, DPM có thể gánh chịu chi phí tiềm tàng trong trường hợp PVtex mất khả năng thanh toán.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao vị thế và năng lực kinh doanh của DPM, bởi lẽ, rất ít các doanh nghiệp trong ngành phân bón đang chủ động mở rộng từ mảng hoạt động truyền thống sang các mảng khác như hóa chất, NPK,... Dựa trên những phân tích để đưa ra kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2016 của công ty ước đạt lần lượt 8.895 tỷ đồng và 1.664 tỷ đồng, tương đương với EPS là 3.614 đồng/cp. Theo phương pháp định giá P/E và P/B, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DPM là 32.500 đồng/cp, cao hơn 12,5% so với mức đóng cửa ngày 14/04/2016. Từ đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **TRUNG HẠN** đối với cổ phiếu này.

Bảng 7: Những giả định chính

Chỉ tiêu	Dự phóng	
	FY2015A	FY2016F
Tăng trưởng doanh thu (%)	2,3	-9
Tăng trưởng sản lượng (%)	-0,9	0,6
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	32,3	32,3
Tỷ suất EBIT (%)	18	23
Giá Ure (VND/kg)	7.400	6.810

Nguồn: DPM, RongViet Research

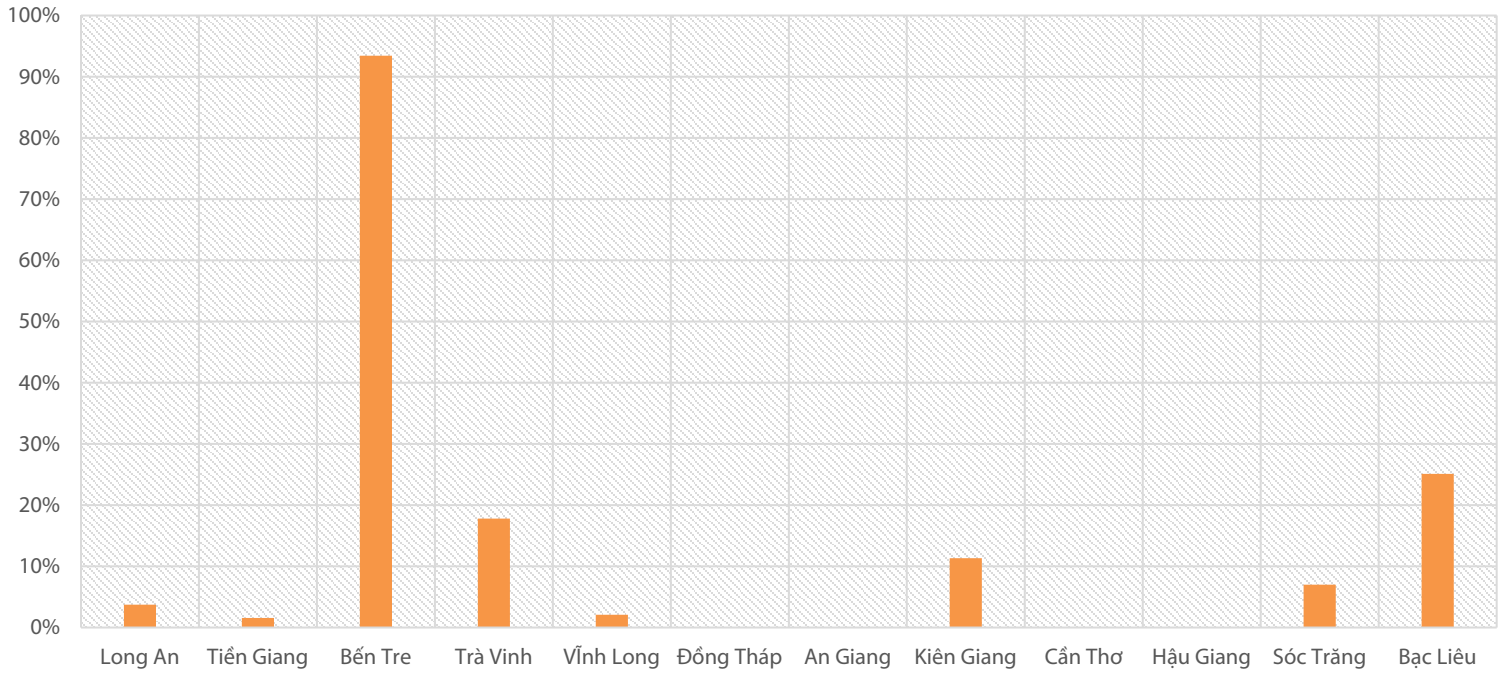
Phụ lục 1: Bản đồ hiện trạng và dự báo mặn xâm nhập tháng 3/2016 vùng ĐBSCL



Nguồn: tuoitre.vn



Phụ lục 2: Tỷ trọng diện tích gieo trồng thiệt hại tại ĐBSCL



Nguồn: tuoitre.vn

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2013A	2014A	2015A	2016F
Doanh thu thuần	10.363	9.549	9.765	8.895
Giá vốn	7.011	7.121	6.612	5.931
Lãi gộp	3.352	2.428	3.153	2.964
Chi phí bán hàng	635	702	751	712
Chi phí quản lý	552	571	597	534
Thu nhập từ HĐTC	429	407	257	351
Chi phí tài chính	8	5	7	22
Lợi nhuận khác	13	7	25	26
Lợi nhuận trước thuế	2.468	1.285	1.880	2.073
Thuế TNDN	289	150	358	337
Lợi ích cổ đông thiểu số	37	38	34	36
Lợi nhuận sau thuế	2.142	1.096	1.488	1.664
EBIT	2.471	1.288	1.883	1.891
EBITDA	2.721	1.556	2.147	2.310

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013A	2014A	2015A	2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-22,2%	-7,9%	2,3%	-8,9%
Lợi nhuận HĐKD	-28,1%	-46,6%	56,1%	-4,8%
EBITDA	-27,1%	-42,8%	38,0%	7,6%
EBIT	-30,3%	-47,9%	46,2%	11,1%
Lợi nhuận sau thuế	-29,0%	-48,8%	35,7%	11,8%
Tổng tài sản	2,1%	-6,4%	4,7%	11,5%
Vốn chủ sở hữu	4,3%	-6,0%	-4,9%	22,9%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	2,6%	1,6%	4,1%	5,3%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	32,3%	25,4%	32,3%	33,3%
LN HĐKD / Doanh thu	20,9%	12,1%	18,5%	19,3%
EBITDA/ Doanh thu	26,3%	16,3%	22,0%	26,0%
EBIT/ Doanh thu	23,8%	13,5%	19,3%	23,5%
LNST/ Doanh thu	20,7%	11,5%	15,2%	18,7%
ROA	20,0%	10,5%	14,4%	14,9%
ROIC or RONA	26,3%	13,8%	21,1%	21,6%
ROE	23,4%	12,1%	17,4%	17,9%

Hiệu quả hoạt động (x)

Vòng quay kh, phải thu	47,1	29,4	15,9	13,5
Vòng quay hàng tồn kho	5,6	5,0	4,6	4,1
Vòng quay khoản phải trả	5,6	6,8	4,8	4,0
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	6,1	6,9	4,5	6,0
Nhanh	5,0	5,5	3,7	4,7

Cấu trúc tài chính

Tổng nợ/ Vốn CSH	13,4%	12,6%	25,2%	13,0%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,7%	1,1%	0,0%	0,3%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	2,8%	1,1%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2013A	2014A	2015A	2016F
Tiền	4.032	5.078	5.690	4.314
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.735	76	81	578
Các khoản phải thu	246	404	821	495
Tồn kho	1.341	1.492	1.365	1.554
Tài sản ngắn hạn khác	161	149	125	269
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	7.515	7.200	8.082	7.211
Tài sản cố định hữu hình	1.257	1.133	951	1.086
Tài sản cố định vô hình	927	916	903	913
Xây dựng cơ bản dở dang	184	247	214	1.913
Bất động sản đầu tư	285	274	214	274
Đầu tư tài chính dài hạn	541	232	47	326
Tài sản dài hạn khác	96	110	174	84
TSCĐ và đầu tư dài hạn	3.290	2.911	2.503	4.596
TỔNG TÀI SẢN	10.805	10.111	10.585	11.807
Tiền hàng phải trả và ứng trước	717	404	369	629
Khoản phải trả ngắn hạn khác	441	546	1.437	553
Vay và nợ ngắn hạn	65	94	2	28
Vay và nợ dài hạn	3	1	230	113
Khoản phải trả dài hạn khác	23	61	63	9
Tổng nợ	1.249	1.106	2.102	1.332
Vốn chủ sở hữu	9.346	8.788	8.356	10.273
Vốn đầu tư của CSH	3.800	3.800	3.800	3.914
Lợi nhuận giữ lại	2.036	1.470	1.038	1.897
Các quỹ	3.491	3.499	3.499	4.464
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	9.346	8.788	8.356	10.273
Lợi ích cổ đông thiểu số	210	217	192	202
TỔNG NGUỒN VỐN	10.805	10.111	10.649	11.807
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2013A	2014A	2015A	2016F
LNTT	3.510	2.468	1.880	2.073
Khấu hao	190	250	265	218
Các điều chỉnh	-495	-294	850	-50
Thay đổi vốn lưu động	-1.081	-894	-1.236	-1.036
Tiền thuần từ HĐKD	2.125	1.529	1.760	1.205
Thay đổi TSCĐ	-781	-267	-967	-2.118
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-423	-1.702	-309	-261
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	492	412	250	45
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-712	-1.557	1.026	-2.334
Nhận/trả lại vốn góp	-14	0	0	93
Vay mới/trả nợ vay	-323	32	-74	-41
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-753	-1.601	-570	-298
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-1.090	-1.569	-644	-247
Tiền thuần trong kỳ	323	-1.597	2.141	-1.375
Tiền đầu năm	3.748	5.629	5.078	5.690
Ảnh hưởng của tỷ giá	-1	0	0	0
Tiền cuối kỳ	4.070	4.032	5.380	4.314

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q,1, Tp.HCM
 Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
 Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin – TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**