

Khuyến nghị: Theo dõi

Trần Thị Hồng Tươi (PTCB)

tuoith@bsc.com.vn

Giá mục tiêu N/a

Giá đóng cửa 23,450

Upside N/a

Trần Thành Hưng (PTKT) Theo dõi

hungtt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu

Giá cut loss

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	391.00
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,177
Giá cao nhất 52 tuần	2,660
KLGDĐT10 phiên (ng cp)	921,297
Sở hữu nước ngoài	22.83%

Cổ đông lớn

PVN	59.59%
Edgbaston	4.24%
KWE Beteiligungen AG	1.78%
GIC	1.78%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Sản xuất phân bón với sản phẩm chính là ure, công suất 800,000 tấn/năm. Năm 2018, tổ hợp nhà máy NH3-NPK chính thức đi vào hoạt động, công suất NPK là 250,000 tấn năm

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

Chờ mùa bội thu

Định giá

Ngày 14/03/2018, cổ phiếu DPM được giao dịch tại mức giá 23,450 đồng/cp, tương đương P/E và P/B lần lượt là 15.3x và 1.12x.

Kế hoạch kinh doanh

Công ty đặt mục tiêu doanh thu thuần đạt 8,577 tỷ đồng, LNST đạt 371 tỷ đồng (-48% yoy). EPS 2018 là 699 đồng/cp.

Catalyst

PVN dự kiến thoái vốn DPM xuống 51% từ mức 60% hiện tại
Giá ure tăng, giá bán cho đại lý cấp 1 trong 2 tháng đầu năm 2018 là 6,900-7,000 đồng/kg, cao hơn 10% so với giá trung bình năm 2017

Vận hành hiệu quả và có lời tổ hợp nhà máy NH3-NPK

Kỳ vọng chính sách thuế VAT đối với phân bón

Rủi ro đầu tư

Giá khí đầu vào tiếp tục tăng cao, trung bình 2 tháng đầu năm là 5.8 USD/MMBTU, + 14% so với trung bình năm 2017

Chi phí vận hành tổ hợp nhà máy NH3-NPK cao, suất sinh lời thấp

Khoản trả nghĩa vụ nợ của PVTEX trị giá khoảng 80 tỷ đồng

Cập nhật doanh nghiệp (xem chi tiết trang 2)

LNST 2017 giảm 39% yoy còn 708 tỷ đồng do giá khí đầu vào tăng đến 28% lên 5.01 USD/MMBTU trong khi đó giá bán ure đầu ra chỉ tăng 3% yoy đạt trung bình 6,300 đồng/kg.

Công ty đã hoàn tất bảo dưỡng lớn trong tháng 12/2017. Chúng tôi kỳ vọng, sản lượng ure sản xuất và tiêu thụ năm 2018 sẽ cao hơn 11% so với năm 2017.

Giá ure trung bình 2T2018 tăng 10% so với giá trung bình năm 2017 và tăng 8% so với giá quý 4/2017

Trung bình giá khí 2T2018 tăng 14% so với giá trung bình năm 2017 và tăng 16% so với quý 4/2017.

Tổ hợp nhà máy NH3-NPK chính thức đi vào vận hành trong năm 2018. Theo kế hoạch, sản lượng NH3 tiêu thụ tăng thêm 34,000 tấn, sản lượng NPK tiêu thụ là 150,000 tấn trong năm 2018, phần đầu đạt 170,000 tấn.

Quan điểm kỹ thuật

Theo dõi thêm DPM khi MA100 cắt MA200 từ dưới lên cùng với RSI ở trạng thái trên 50.

LNST 2017 giảm 39% yoy, còn 708 tỷ đồng. Doanh thu thuần đạt 7,996 tỷ đồng, + 1% yoy.

- **Sản lượng tiêu thụ.** Sản lượng ure sản xuất đạt 825,939 tấn, ure tiêu thụ đạt 810,887 tấn, giảm 0.4% yoy do nhà máy bảo dưỡng vào tháng 12/2017. Sản lượng phân bón tự doanh đạt 379,421 tấn, +7% yoy, trong đó, DPM nhập khẩu 312,000 tấn, đạt 135% kế hoạch năm, sản lượng nhập khẩu cao chủ yếu do công ty đẩy mạnh kinh doanh NPK chất lượng cao, làm thị trường cho sản phẩm NPK sản xuất trong năm 2018. Sản lượng NH₃ kinh doanh đạt 23,504 tấn, -29% yoy, uFC85 đạt 8,443 tấn, + 51% yoy và CO₂ đạt 38,937 tấn.

- **Giá ure** trung bình 2017 tăng 3% yoy, đạt khoảng 6,300 đồng/kg. Giá ure tăng mạnh từ quý 4/2017, tăng 9% so với quý 3/2017 và tăng 20% yoy do Trung Quốc cắt giảm mạnh sản lượng sản xuất.

- **Trung bình giá khí đầu vào tăng 31% yoy** lên tới 5.1 USD/MMBTU, nhanh hơn nhiều so với tốc độ tăng của giá bán đầu ra khiến biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 30.2% xuống còn 26.4%, do đó, lợi nhuận sau thuế giảm 39% yoy.

Kế hoạch kinh doanh 2018 giảm mạnh. Công ty đặt mục tiêu tiêu thụ 820,000 tấn ure Phú Mỹ, 150,000 tấn NPK và 225,000 tấn phân bón khác, 9,000 tấn UFC 85, 55,500 tấn NH₃ và 50,000 tấn CO₂ trong năm 2018. Doanh thu và LNST kế hoạch lần lượt là 8,577 tỷ đồng và 371 tỷ đồng (- 48% yoy). EPS 2018 là 699 đồng/cp.

Công ty đã hoàn tất bảo dưỡng lớn trong tháng 12/2017. Cứ 2 năm nhà máy được bảo dưỡng 1 lần, kéo dài trong 30 ngày. Đầu năm 2018, nhà máy đã chính thức vận hành trở lại, đạt công suất 109%. Do đó, chúng tôi kỳ vọng, sản lượng ure sản xuất và tiêu thụ năm 2018 sẽ cao hơn 11% so với năm 2017.

Giá ure trung bình 2T2018 tăng 10% so với giá trung bình năm 2017 và tăng 8% so với giá quý 4/2017 do Trung Quốc siết chặt các vấn đề môi trường, cắt giảm khoảng 10% sản lượng từ năm 2017. Giá ure tăng sẽ làm giảm áp lực về chi phí cho DPM trong bối cảnh giá khí đầu vào tiếp tục tăng.

Trung bình giá khí 2T2018 tăng 14% so với giá trung bình năm 2017 và tăng 16% so với quý 4/2017. Giá dầu được nhiều tổ chức lớn dự báo tiếp tục neo ở mức cao trong năm 2018 sẽ khiến chi phí giá khí tăng cao, ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận của DPM.

Tổ hợp nhà máy NH₃-NPK dự kiến vận hành chính thức từ quý 2/2018. Tổng vốn đầu tư dự án là 5,000 tỷ đồng, tổng giải ngân đến cuối năm 2017 là 2,987 tỷ đồng, hoàn thành 98.37% kế hoạch. Công suất NH₃ tăng 20% lên 540,000 tấn, công suất NPK đạt 250,000 tấn. Nhà máy đã xong pha chạy thử đối với phân xưởng NH₃ và tháng 2/2018 bắt đầu chạy thử mode rắn, tháng 3/2018, chạy thử đối với mode lỏng. Dự kiến nhà máy sẽ chính thức đi vào hoạt động trong quý 2/2018. Công ty đặt kế hoạch tiêu thụ 150,000 tấn NPK chất lượng cao (phần đầu đạt 170,000 tấn) và 55,000 tấn NH₃ trong năm 2018 (+34% yoy). Như đã đề cập trong báo cáo cập nhật gần nhất, việc đưa vào vận hành nhà máy mới sẽ đóng góp khoảng 1,200 tỷ đồng doanh thu, tuy nhiên, chi phí lãi, chi phí khấu hao tăng mạnh, ước tính tăng 610 tỷ đồng. Do đó, hiệu quả hoạt động của nhà máy cần theo dõi chặt chẽ.

PVTEX là công ty liên kết của DPM, hiện đang lỗ lũy kế. Hiện PVN và DPM đang cử nhân sự hỗ trợ vận hành trở lại PVTEX và kỳ vọng thoái vốn tại PVTEX. Theo lịch trình, DPM phải thanh toán nghĩa vụ nợ thay cho PVTEX trong năm 2017 với giá trị ước tính khoảng 80 tỷ đồng. Tuy nhiên, công ty đang trì hoãn và tìm giải pháp để không phải thực hiện nghĩa vụ thanh toán này nữa.

DPM - Tổng CT Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP

Phân tích tài chính

BSC

14/03/2018

Đơn vị: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	10,363	9,549	9,765	7,925	7,996
LN gộp	3,352	2,428	3,153	2,396	2,111
DT tài chính	429	407	257	234	165
CP tài chính	(8)	(5)	(7)	(14)	(1)
Lãi vay	(3)	(3)	(3)	(4)	(0)
CP bán hàng	(635)	(702)	(751)	(735)	(803)
CP QLDN	(552)	(571)	(597)	(499)	(639)
Lãi/lỗ HĐKD	2,586	1,278	1,856	1,385	837
TN nhập khác (ròng)	13	7	25	8	16
LN trước thuế	2,468	1,285	1,880	1,393	853
LN sau thuế	2,179	1,134	1,522	1,165	708
LN CĐ thiếu số	37	38	34	24	13
LN Cty mẹ	2,142	1,096	1,488	1,141	694
EPS	5,638	2,885	3,337	2,493	1,774
TS ngắn hạn	7,515	7,201	8,082	5,816	5,017
Tiền và TĐ Tiền	4,032	5,078	5,690	4,099	2,362
Phải thu ngắn hạn	246	406	821	513	257
Tồn kho	1,341	1,492	1,365	923	1,223
TS ngắn hạn khác	161	147	125	227	281
TS dài hạn	3,290	2,910	2,837	3,753	5,247
Phải thu dài hạn	-	2	22	2	2
TSCĐ	2,368	2,049	1,854	1,910	1,835
TSCĐ hữu hình	1,257	1,133	951	1,065	939
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	927	916	903	845	896
TS dở dang dài hạn	-	247	612	1,350	2,862
TS dài hạn khác	96	109	87	163	241
Tổng TS	10,805	10,111	10,919	9,569	10,264
Nợ phải trả	1,249	1,106	2,372	1,340	2,221
Nợ ngắn hạn	1,223	1,044	1,835	1,159	1,418
Vay ngắn hạn	65	94	2	-	-
Nợ dài hạn	26	62	536	180	803
Vay dài hạn	3	1	230	-	629
Vốn chủ sở hữu	9,346	9,005	8,548	8,229	8,043
Vốn góp	3,800	3,800	3,800	3,914	3,914
LN chưa phân phối	2,036	1,470	1,038	625	442
Tổng nguồn vốn	10,805	10,111	10,919	9,569	10,264
% yoy DTT		-8%	2%	-19%	1%
Biên In gộp	32.3%	25.4%	32.3%	30.2%	26.4%
Lãi vay/ DTT	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
CP bán hàng / DTT	6.1%	7.3%	7.7%	9.3%	10.0%
CP QLDN/DTT	5.3%	6.0%	6.1%	6.3%	8.0%
Biên In thuần	21.0%	11.9%	15.6%	14.7%	8.9%

DTT hầu như không tăng trưởng do nhà máy urea hiện tại đã lấp đầy công suất, năm 2017 công ty thực hiện bảo dưỡng 1 tháng. Năm 2018, không còn bảo dưỡng lớn, sản lượng urea dự kiến tăng 10% yoy.

LNG giảm 12% yoy do giá bán ure đầu ra tăng 3% trong khi giá khí đầu vào tăng đến 31% yoy

DT tài chính giảm 30% yoy do tiền gửi trong kỳ giảm 42% làm giảm mạnh thu nhập lãi

LNST giảm 39% yoy do giá bán đầu ra tăng chậm, không đủ bù đắp tăng trưởng giá khí đầu vào như trình bày ở trên, trong khi đó, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lần lượt là 9% và 28%

Tiền và tương đương tiền giảm để giải ngân cho tổ hợp nhà máy NH3-NPK mới

Hàng tồn kho tăng mạnh, bao gồm cả tăng nguyên vật liệu và thành phẩm. Quản trị hàng tồn kho và bán hàng của công ty cần theo dõi chặt chẽ

TS dở dang tăng mạnh do ghi nhận giá trị đầu tư nhà máy mới. Năm 2018, giá trị này sẽ được kết chuyển sang tài sản cố định hữu hình

Nợ dài hạn tăng để đầu tư cho tổ hợp nhà máy mới

Biên lợi nhuận thuần giảm do (1) giá khí đầu vào tăng đến 31% yoy trong khi đó giá bán ure chỉ tăng 3% yoy; (2) hiệu quả quản lý chi phí thấp khi biên chi phí bán hàng và biên chi phí quản lý doanh nghiệp tăng

DPM - Tổng CT Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP

Phân tích tài chính

BSC

14/03/2018

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2013	2014	2015	2016	2017
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	6.14	6.90	4.40	5.02	3.54
Hsố TT nhanh	4.92	5.33	3.59	4.03	2.48
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.70	0.71	0.74	0.61	0.49
TSDH/ TTS	0.30	0.29	0.26	0.39	0.51
Hsố Nợ/ TTS	0.12	0.11	0.22	0.14	0.22
Hsố Nợ/ VCSH	0.13	0.12	0.28	0.16	0.28
Nợ ngắn hạn / TTS	0.11	0.10	0.17	0.12	0.14
Nợ DH / TTS	0.00	0.01	0.05	0.02	0.08
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	5.6	5.0	4.6	4.8	5.5
Vquay phải thu	137.0	68.2	68.4	70.6	62.2
Vquay phải trả	14.3	15.0	17.9	12.2	16.0
Số ngày HTK	65.4	72.6	78.9	75.5	66.6
Số ngày phải thu	2.7	5.3	5.3	5.2	5.9
Số ngày phải trả	25.5	24.3	20.4	30.0	22.8
CCC	42.5	53.6	63.8	50.7	49.6
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	21.0%	11.9%	15.6%	14.7%	8.9%
LNST/VCSH (%)	23.3%	12.6%	17.8%	14.2%	8.8%
LNST/TTS	20.2%	11.2%	13.9%	12.2%	6.9%
LN từ HĐKD/DTT	25.0%	13.4%	19.0%	17.5%	10.5%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	1.16	1.12	1.28	1.16	1.28
DT/TTS	0.96	0.94	0.89	0.83	0.78
EBIT/DT	0.24	0.13	0.19	0.18	0.11
EBT/EBIT	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
lãi ròng/LNTT	0.88	0.88	0.81	0.84	0.83
6. Định giá					
PE	3.8	7.5	6.5	8.7	15.3
PB	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
EPS	5,638	2,885	3,337	2,452	1,532
BVPS	24,595	23,127	21,988	20,581	20,113
7. Tăng trưởng (%yoy)					
TTS		-6%	8%	-12%	7%
Nợ		-11%	114%	-44%	66%
DTT		-8%	2%	-19%	1%
LN gộp		-28%	30%	-24%	-12%
LNST		-48%	34%	-23%	-39%
EPS		-49%	16%	-25%	-29%

Thanh khoản dồi dào, tuy nhiên đang giảm

Tỷ trọng tài sản dài hạn tăng do ghi nhận giá trị giải ngân nhà máy mới. Dự kiến, năm 2018, tỷ trọng tài sản dài hạn tiếp tục tăng.
Đòn bẩy tài chính thấp, và đang tăng do vay nợ đầu tư tổ hợp nhà máy

Hiệu quả hoạt động kinh doanh giảm do (1) giá khí đầu vào tăng đến 31% yoy trong khi đó giá bán ure chỉ tăng 3% yoy; (2) hiệu quả quản lý chi phí thấp khi biên chi phí bán hàng và biên chi phí quản lý doanh nghiệp tăng

Chỉ tiêu sinh lời giảm mạnh do biến động bất lợi của giá khí đầu vào như trình bày ở trên và chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp tăng

DPM - Tổng CT Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP

Phân tích kỹ thuật

BSC

14/03/2018

Điểm nhấn kỹ thuật

- Xu hướng hiện tại: Tích lũy ngắn hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Hội tụ âm
- Chỉ báo RSI: Bật lên khỏi vùng quá bán

Nhận định

DPM đã hồi phục mạnh sau quá trình giảm giá lâu dài do triển vọng ngành được cải thiện. Tuy nhiên, sau khi tạo đỉnh giá 26.5, DPM điều chỉnh sâu và đang có quá trình tích lũy ngắn trở lại với thanh khoản thấp đợi tin hỗ trợ cùng với MACD hội tụ âm. Đường MA20 đã cắt từ dưới lên cùng với MA100 đang trong trạng thái hội tụ dương với MA200. Ngưỡng cản ở vùng kháng cự 24-26 rất lớn nên nhiều khả năng DQC cần thêm nhiều thời gian để tích lũy.

Khuyến nghị

Theo dõi thêm DPM khi MA100 cắt MA200 từ dưới lên cùng với RSI ở trạng thái trên 50.

Đồ thị kỹ thuật



13/3/2018

Disclaimer

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Headquarters

BIDV Tower, 10th & 11th Floor
35 Hang Voi, Hoan Kiem, Hanoi
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

Ho Chi Minh City Office

146 Nguyen Cong Tru St, 9th Floor
District 1, HCMC
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

