

## CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẠM PHÚ MỸ (MCK:DPM)

**Nhóm ngành: Sản xuất vật tư nông nghiệp**

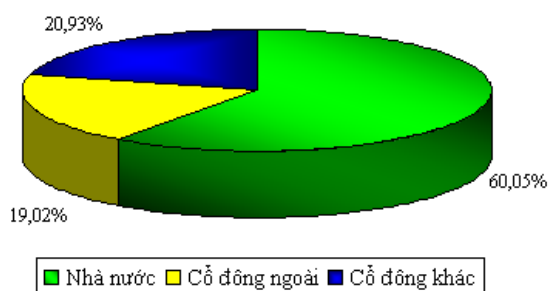
**Khuyến nghị mua**

### THÔNG TIN CƠ BẢN

Trụ sở chính: Toà nhà Vaseco, Số 10 Phố Quang,  
Quận Tân Bình, Tp HCM.

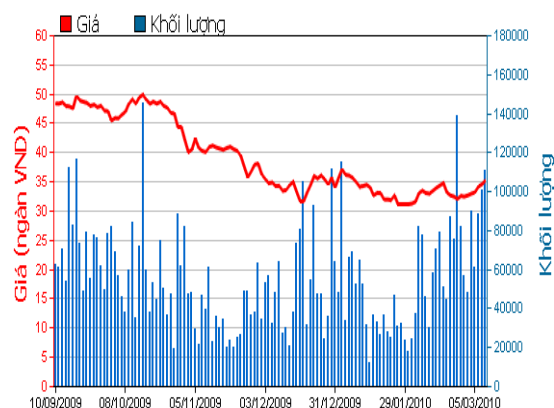
- Điện thoại: (84.8) 9974748
- Fax : (84.8) 9974757
- Website : [www.damphumy.vn](http://www.damphumy.vn)
- Email : [dpm@pvfcco.com.vn](mailto:dpm@pvfcco.com.vn)

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



### MỘT SỐ THÔNG TIN GIAO DỊCH

Giá cao nhất (52 tuần)	27.200 đồng/CP
Giá thấp nhất (52 tuần)	52.500 đồng/CP
Số cổ phiếu lưu hành	380.000.000 CP
Vốn hóa thị trường	12.996 tỷ đồng
P/E <sub>2009</sub>	9,7
P/B <sub>2009</sub>	2,35



### NHẬN XÉT CHUNG

Đạm Phú Mỹ là một công ty có quy mô lớn nhất trong lĩnh vực sản xuất phân đạm Urê tại Việt Nam. Doanh thu và lợi nhuận của công ty liên tục tăng trong giai đoạn 2006-2009. Mặc dù vậy, tốc độ tăng trưởng của công ty đang có dấu hiệu giảm dần.

Tuy nhiên, hoạt động sản xuất kinh doanh của DPM rất ổn định. EPS của công ty vẫn giữ được mức trên 3.000 đồng/CP và cổ tức duy trì ở mức 15%/năm. Không chỉ vậy, công ty cũng tránh việc tăng vốn điều lệ để không pha loãng cổ phiếu đảm bảo lợi ích cho cổ đông.

Chiếm hơn 40% thị phần phân đạm, DPM là một trong những công ty có sự ổn định cao trong ngành, trong những năm qua lợi nhuận công ty luôn rất ổn định và duy trì ở mức cao.

Mặc dù giá bán khí cho nhà máy DPM nhiều khả năng sẽ được điều chỉnh tăng trong năm nay. Tuy nhiên với giá bán phân bón dự kiến tăng 10% trong năm 2010, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của DPM sẽ không sụt giảm.

Trong năm 2010 với dự án thu hồi khí CO<sub>2</sub>, Công suất của DPM dự kiến sẽ tăng thêm 60.000 tấn ure/năm, nâng tổng công suất của nhà máy lên gần 800.000 tấn/ năm. Điều này sẽ góp phần không nhỏ đảm bảo sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của DPM trong năm 2010.

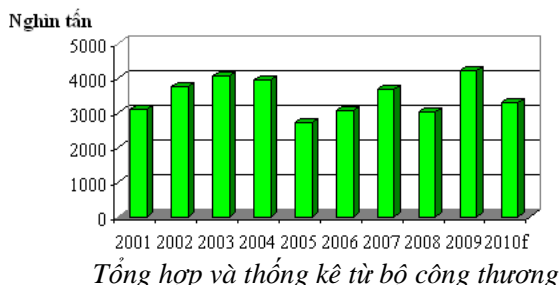
Hoạt động kinh doanh ổn định, lợi nhuận cao và dòng tiền ổn định, DPM đã và đang tham gia mở rộng hoạt động sản xuất và đầu tư bằng hàng loạt các dự án lớn như : sản xuất nhựa Melamin, dự án bất động sản tại thành phố HCM, Cà Mau...

Trên thị trường chứng khoán, diễn biến giá cổ phiếu DPM khá ổn định trong vùng 32-37 kể từ giữa tháng 12/2009 trở lại đây sau khi đạt mức đỉnh 52.000đ vào tháng 9/2009. Do vậy DPM là một trong những mã cổ phiếu có độ rủi ro thấp, thích hợp để đa dạng hóa danh mục đầu tư.

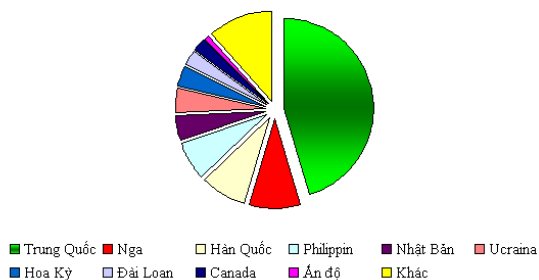
Sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau và với nguyên tắc thận trọng, chúng tôi định giá DPM vào khoảng 40.000 đồng/CP, cao hơn 15% so với giá thị trường ngày 11/03/2010.

## TỔNG QUAN VỀ NGÀNH PHÂN BÓN VIỆT NAM

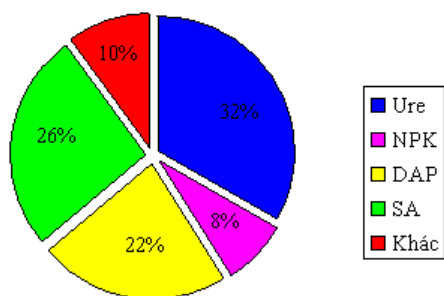
### LƯỢNG NHẬP KHẨU PHÂN BÓN



### CƠ CẤU NHẬP KHẨU PHÂN BÓN NĂM 2009



### CƠ CẤU NHẬP KHẨU PHÂN BÓN THEO CHỦNG LOẠI NĂM 2009



Tính đến nay, cả nước có gần 300 cơ sở, công ty, xí nghiệp và nhà máy sản xuất phân bón; 35 nhà nhập khẩu; 20 văn phòng đại diện kinh doanh phân bón nước ngoài tại Việt Nam. Tuy nhiên, gần 60% cơ sở sản xuất phân bón thiếu công nghệ đạt tiêu chuẩn.

Việt Nam là một nước nông nghiệp với 70% dân số sống ở nông thôn, do vậy nhu cầu sử dụng phân bón là rất lớn. Tuy nhiên ngành sản xuất phân bón chưa đáp ứng đủ nhu cầu. Theo thống kê, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu trên 40% nhu cầu phân bón, riêng đối với mặt hàng phân urê, Việt Nam chỉ đáp ứng khoảng 50% nhu cầu. Trong năm 2010, Bộ nông nghiệp và phát triển nông thôn dự báo nhu cầu phân bón các loại phục vụ sản xuất nông nghiệp ước khoảng 8,9 – 9,1 triệu tấn. Tuy nhiên, sản lượng phân bón sản xuất trong nước mới đạt khoảng 5,6 triệu tấn

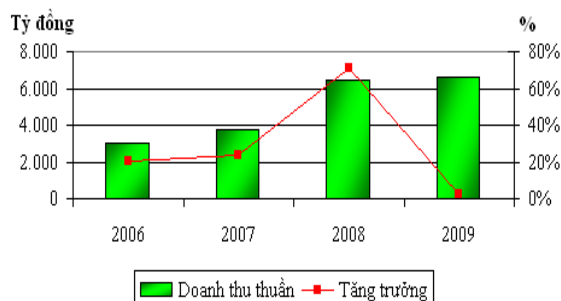
Cả nước hiện chỉ có hai nhà máy sản xuất phân đạm là Đạm Phú Mỹ (công suất 740.000 tấn/năm) và Đạm Hà Bắc (160.000 tấn/năm), hai nhà máy này chỉ mới đáp ứng được 50% nhu cầu phân đạm trong cả nước. Hiện tại, PetroVietnam đang có kế hoạch xây dựng nhà máy Đạm Cà Mau ( với công suất 800.000 tấn /năm) và nhà máy Đạm Ninh Bình công suất 560.000 tấn/năm dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động vào năm 2011. Ngoài ra, sự gia tăng sản lượng của nhà máy phân Đạm Hà Bắc lên 460.000 tấn/năm vào năm 2011 và DPM lên 125.000tấn/năm vào năm 2015 sẽ làm cho sản lượng gia tăng lên mức 2,4 - 2,5 triệu tấn/năm, trong khi đó sản lượng tiêu thụ dự kiến chỉ ở mức 2,1 triệu tấn. Như vậy dự kiến Việt Nam sẽ trở thành nước xuất khẩu phân ure. Tuy nhiên, Sản phẩm phân ure của Việt Nam kém tính cạnh tranh so với Trung Quốc. Trên thế giới, hiện Trung Quốc là nước sản xuất nhiều Urê nhất và xuất khẩu với giá thấp hơn giá sản xuất của Việt Nam, do vậy, phương án xuất khẩu dự kiến cũng khá khó khăn.

Mặc dù vậy do nhu cầu nội địa khá ổn định và ở mức cao, chúng tôi dự kiến tốc độ tăng trưởng của ngành sẽ vào khoảng 4%/năm. Không chỉ vậy, theo các chuyên gia, từ nay cho đến năm 2020 Việt Nam vẫn là một quốc gia nhập khẩu phân bón.

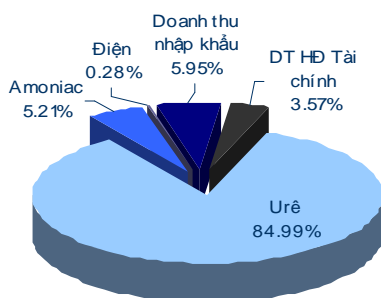
Do đặc thù ngành, nên việc sản xuất và tiêu thụ phân bón gắn liền với biến động vụ mùa trong nông nghiệp. Ở nước ta, lượng tiêu thụ phân bón vụ Đông Xuân luôn cao hơn nhiều so với vụ Hè – Thu và vụ mùa. Cũng do đặc điểm nền nông nghiệp lúa nước nên sức tiêu thụ ở thị trường phía Nam cao hơn nhiều so với phía Bắc và miền Trung.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

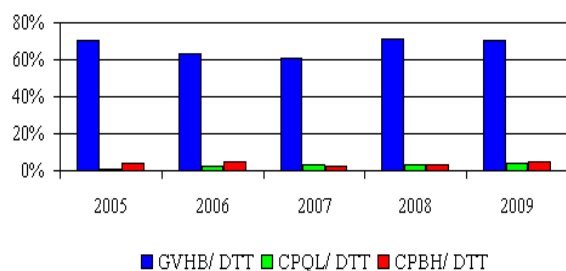
### DOANH THU THUẦN CỦA DPM



### Cơ cấu doanh thu



### TỶ TRỌNG CÁC CHI PHÍ



Chính thức đi vào hoạt động vào ngày 01/01/2004 và được cổ phần hóa vào năm 2006 theo quyết định 2393/QĐ- BCN, Công ty cổ phần phân đạm và hóa chất dầu khí nhanh chóng khẳng định vị thế và thương hiệu của mình trên thị trường phân bón.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần trung bình hàng năm ở mức 27%/năm trong giai đoạn 2005-2009. Đây là tốc độ tăng trưởng khá cao khi so sánh với PVD 32%/năm và VNM 17,5%/năm.

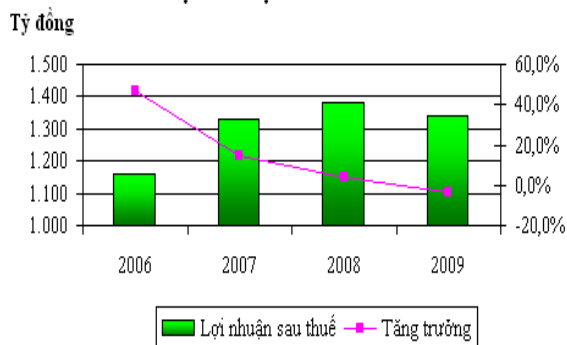
	2006	2007	2008	2009
<b>Báo cáo lãi lỗ (triệu đồng)</b>				
Doanh thu thuần	3.050.829	3.779.038	6.475.368	6.630.061
Giá vốn hàng bán	1.924.790	2.298.181	4.624.124	4.644.816
Lợi nhuận gộp	1.126.039	1.480.857	1.851.244	1.985.245
Chi phí quản lý doanh nghiệp	61.766	127.279	221.330	285.098
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	820.977	1.322.068	1.494.865	1.505.939
Lợi nhuận trước thuế	1.161.497	1.329.683	1.500.873	1.519.377
Lợi nhuận sau thuế	1.161.308	1.329.481	1.383.880	1.340.368
<b>Cân đối kế toán (Triệu VND)</b>				
Tài sản ngắn hạn	3.299.697	2.467.577	2.692.502	3.866.587
TSCĐ và đầu tư dài hạn	3.366.059	3.270.970	2.499.870	2.484.856
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.665.756</b>	<b>5.738.547</b>	<b>5.192.372</b>	<b>6.351.443</b>
Nợ ngắn hạn	1.135.026	1.361.270	438.629	572.358
Nợ dài hạn	870.495	117	12.318	230.496
Vốn chủ sở hữu	4.660.236	4.377.160	4.719.423	5.527.113
Số cổ phiếu	380.000.000	380.000.000	380.000.000	380.000.000
<b>Các chỉ số tài chính</b>				
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	20,2%	23,9%	71,3%	2,4%
Lợi nhuận gộp	48,6%	31,5%	25,0%	7,2%
LN từ HĐKD	18,2%	61,0%	13,1%	0,7%
LN trước thuế	46,6%	14,5%	12,9%	1,2%
Lợi nhuận ròng biến	46,6%	14,5%	4,1%	-3,1%
ROA	17,4%	23,2%	26,7%	21,1%
ROE	24,9%	30,4%	29,3%	24,3%
EPS	3.056	3.499	3.642	3.527
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	43,03%	31,10%	10,02%	14,91%
Khả năng thanh toán hiện hành	2,9	1,8	6,1	6,8

*Tổng hợp từ DVSC*

Mặc dù vậy, Sau khi tăng mạnh trong năm 2008, doanh thu thuần của công ty đã bắt đầu có dấu hiệu chững lại trong năm 2009. Bất chấp nền kinh tế hồi phục từ quý II, doanh thu thuần của công ty chỉ tăng nhẹ 2,4%. Nguyên nhân chính là giá phân bón trong năm 2009 diễn biến bất lợi theo giá dầu mỏ và chính sách hỗ trợ nông nghiệp của chính phủ. Điều này khiến lợi nhuận gộp của công ty chỉ tăng nhẹ 7,2%. Đây là một kết quả khá thất vọng với một công ty lớn chiếm thị phần chi phối trên thị trường.

Tuy lợi nhuận của công ty gây thất vọng lớn đối với nhà đầu tư. Nhưng các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sử dụng vốn và tài sản của công ty vẫn đứng ở mức tốt so với các công ty lớn khác như HAG, HPG...

## LỢI NHUẬN SAU THUẾ



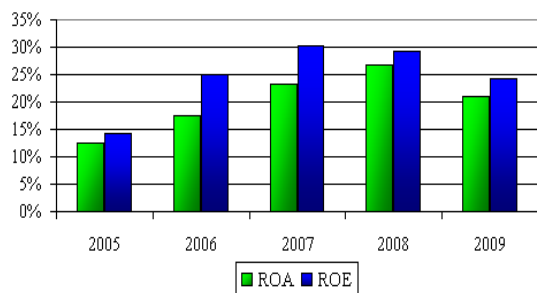
## HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN NĂM 2009

	ROA	ROE
DPM	21,10%	24,30%
HPG	15,80%	27%
HAG	11,60%	28%
PVD	7,20%	26%

## PHÂN TÍCH SWOT

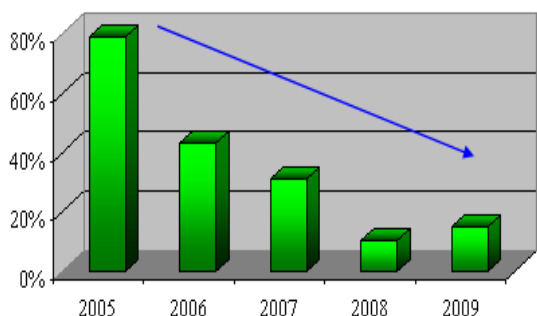
Điểm mạnh	Điểm yếu
<p>Phân Urê - sản phẩm chính của công ty - hiện nay vốn không có nhiều nhà sản xuất, áp lực cạnh tranh thấp.</p> <p>Công ty đã tạo được uy tín về chất lượng cao, thị phần của công ty ngày càng mở rộng.</p> <p>Tình hình tài chính, hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định.</p> <p>Nguồn tiền mặt dồi dào khiến công ty dễ dàng tham gia nhiều dự án đầu tư lớn trong tương lai mà không phải trả chi phí sử dụng vốn với lãi suất cao.</p>	<p>Mỗi năm công ty nhập một lượng lớn phân Urê từ nước ngoài, do sản xuất không đủ nhu cầu trong nước. Lượng sản phẩm này có giá không ổn định phụ thuộc nhiều vào giá phân đạm và giá dầu trên thế giới.</p> <p>Do chính sách trợ giá nông nghiệp, giá phân của công ty thường chịu sự điều tiết của nhà nước và vẫn chưa theo cơ chế thị trường.</p>
Cơ hội	Thách thức
<p>Nhu cầu phân đạm trong nước hiện nay vẫn vượt xa khả năng cung của các doanh nghiệp trong nước.</p> <p>Ngành sản xuất phân đạm dành được nhiều ưu đãi của Nhà nước, do sản phẩm ảnh hưởng lớn đến các ngành liên quan khác. Trong quy hoạch ngành của nhà Nước đến năm 2015, DPM tiếp tục nhận được ưu đãi về giá nguyên liệu đầu vào, tăng lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp.</p>	<p>Nước ta, theo kế hoạch đến 2015 sẽ có 4 nhà máy sản xuất phân đạm, có thể đủ để đáp ứng cho nhu cầu trong nước, đây là một thử thách, đòi hỏi DPM phải giữ vững lợi thế cạnh tranh của mình.</p> <p>Giá bán khí Gas cho nhà máy DPM dự kiến sẽ được điều chỉnh tăng dần theo cơ chế thị trường do vậy chi phí sản xuất của doanh nghiệp dự kiến sẽ tăng lên.</p>

## HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CỦA DPM



**Doanh thu ổn định, nguồn tiền mặt dồi dào, công ty đã thực hiện giảm mạnh hệ số nợ của mình để đảm bảo tình hình tài chính an toàn.**

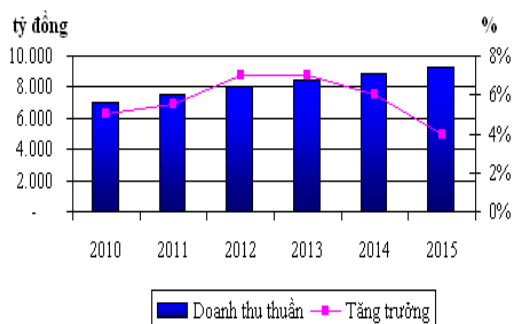
## TỔNG NỢ/ VỐN CHỦ SỞ HỮU



## MỘT SỐ CÔNG TY CÙNG NGÀNH NGHỀ VỚI DPM

	Country	P/E <sub>2009</sub>
China Blue Chemical	China	17,42
China Green Agriculture	China	18
China Agritech	China	28
Fauji Fertilizer	Pakistan	7,9
Gujarat Namanda Valley fertilizers	India	9,47
Tata Chemicals Limited	India	11
Sinon Corporation	India	18
DPM	Vietnam	10

## DỰ BÁO DOANH THU THUẦN CỦA DPM



## CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN

Mục tiêu của Công ty là phát triển thành một doanh nghiệp mạnh, sản xuất kinh doanh đa ngành, đứng đầu trong cả nước và hàng đầu trong khu vực về phân bón, hóa chất.

Lấy lĩnh vực sản xuất, kinh doanh phân bón và hoá chất làm định hướng phát triển chủ đạo của công ty, trên cơ sở duy trì tối đa năng lực sản xuất, kinh doanh hiện có (đạm Urê, Amoniac và điện) và phát triển nhanh năng lực sản xuất, kinh doanh trong lĩnh vực phân bón và hoá chất.

Phát huy nội lực kết hợp với mở rộng hợp tác đầu tư sang các lĩnh vực khác nhằm phân tán rủi ro, khai thác và sử dụng hiệu quả những lợi thế và cơ hội do nền kinh tế cũng như do sự phát triển của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam mang lại cho công ty.

## MỘT SỐ DỰ ÁN CỦA DPM

	Vốn đầu tư (tỷ đồng)
Dự án sản xuất nhà máy nhựa Melamine	2.659
Dự án cao ốc 43 Mạc Đĩnh Chi	161
Dự án thu hồi CO <sub>2</sub> (giúp nhà máy tăng 60.000 tấn ure/năm)	600
Dự án axit sulfuric và sulfat amon	570
Dự án sản xuất phân NPK	1.200

## ĐỊNH GIÁ

Với suất chiết khấu 15% và dự kiến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận dài hạn là 4%/năm (Đây là mức tăng trưởng khá thận trọng). Chúng tôi định giá DPM vào khoảng 40.000 đồng/CP.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân giá quyền
FCFF	47.482	35%	16.619
FCFE	35.254	30%	10.576
P/E	46.194	20%	9.239
P/BV	24.100	15%	3.615
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>40.049</b>

Chúng tôi cũng tham khảo một số công ty hoạt động cùng ngành nghề trên thị trường thế giới và nhận thấy DPM đang giao dịch ở mức P/E khá tương đồng với các công ty cùng ngành nghề ở Ấn Độ. Tuy nhiên nếu so sánh với các công ty ở Trung Quốc và Đài Loan thì giá DPM đang thấp hơn khá nhiều. Chúng tôi nhận thấy với mức giá hiện tại DPM rất thích hợp để mua vào.



**DỰ PHÓNG MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CỦA DPM**

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	4.596.351	5.236.528	5.200.913	5.787.718	6.336.123
Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	2.365.213	2.842.367	3.443.504	4.302.675	4.359.694
Tổng tài sản	6.961.564	8.078.895	8.644.418	10.090.393	10.695.817
Tổng nợ	856.272	954.779	1.021.613	1.177.213	1.336.977
Vốn chủ sở hữu	6.105.292	7.124.117	7.622.805	8.913.181	9.358.840
<b>KẾT QUẢ KINH DOANH (triệu đồng)</b>					
Doanh thu thuần	6.961.564	7.344.450	7.858.562	8.408.661	8.913.181
Lợi nhuận thuần từ Hoạt động kinh doanh	1.434.082	1.505.612	1.689.591	1.723.775	1.827.202
Lợi nhuận trước thuế	1.816.968	1.799.390	2.082.519	2.127.391	2.255.035
Lợi nhuận sau thuế	1.595.804	1.580.163	1.558.358	1.591.765	1.687.271
EPS	4199	4158	4101	4189	4440
<b>TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG</b>					
Doanh thu	5,00%	5,50%	7,00%	7,00%	6,00%
Lợi nhuận sau thuế	19,06%	-0,98%	-1,38%	2,14%	6,00%
Tăng trưởng vốn điều lệ	0%	0%	0%	0%	0%
Tăng trưởng EPS	19,06%	-0,98%	-1,38%	2,14%	6,00%
Tăng trưởng tổng tài sản	9,61%	16,05%	7,00%	16,73%	6,00%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	10,46%	16,69%	7,00%	16,93%	5,00%
<b>KHẢ NĂNG THANH TOÁN</b>					
Khả năng thanh toán hiện hành	7,50	7,92	7,35	6,88	7,11
Khả năng thanh toán nhanh	6,79	7,22	6,66	6,26	6,35
<b>HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG</b>					
Vòng quay các khoản phải thu	16,3	29,4	29,4	22,9	20,6
Vòng quay hàng tồn kho	6,3	11,4	11,4	11,5	10,3
<b>KHẢ NĂNG SINH LỢI</b>					
Lợi nhuận gộp / doanh thu	30,00%	30,00%	31,00%	31,00%	31,00%
Lợi nhuận sau thuế / doanh thu	22,92%	21,52%	19,83%	18,93%	18,93%
Lợi nhuận sau thuế trên tài sản	22,92%	19,56%	18,03%	15,78%	15,78%
Lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu	24,13%	21,43%	18,85%	17,42%	12,73%
<b>CẤU TRÚC TÀI CHÍNH</b>					
Tổng nợ / Tổng tài sản	0,12	0,12	0,12	0,12	0,13
Nợ vay/ vốn chủ sở hữu	0,14	0,13	0,13	0,13	0,14

**ANALYST: PHẠM CHÍNH**

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này được thực hiện với mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư. Tất cả những thông tin trong bản báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau mà chúng tôi cho là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của tất cả các thông tin này. Bản báo cáo này là kết quả nghiên cứu và là ý kiến của tác giả bài viết tại thời điểm phát hành và không nhất thiết đại diện cho quan điểm của DVSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này chỉ nên xem như một nguồn để tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi tuyệt đối không chịu bất kỳ trách nhiệm nào liên quan đến việc sử dụng một phần hay toàn bộ báo cáo này để kinh doanh.

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của công ty cổ phần chứng khoán Đại Việt (DVSC). Mọi sự sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của DVSC là trái luật. Bản quyền thuộc DVSC, tháng 3/2010.