

DPM: Tổng Công ty cổ phần Phân bón và Hóa chất Dầu khí

Giới thiệu chung

DPM là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam, hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh phân bón, hóa chất dầu khí. Công ty chính thức đi vào hoạt động từ 9/2004, cổ phần hóa vào 9/2007 và niêm yết trên sàn HOSE vào 11/2007. Hiện nay vốn điều lệ đạt 3.800 tỷ đồng.

Hiện nay DPM là nhà cung cấp phân đạm lớn nhất cả nước, chiếm 40-50% thị phần. Lợi nhuận chủ yếu của DPM đến từ hoạt động sản xuất và kinh doanh đạm ure. Nhà máy Đạm Phú Mỹ công suất 740.000 tấn/năm, hoạt động ổn định, hiệu quả và luôn trong tình trạng hết công suất.

Thông tin cổ phiếu
(15/03/10)



Giá cổ phiếu (VND)	35.000
Số CP đang lưu hành	380.000.000
Vốn hóa (tỷ đ)	13.300
% sở hữu nhà nước	60%
% sở hữu nhà ĐTNN	19%
KL trung bình 3 tháng	657.572

Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: Tòa nhà Gemadept, Lầu 3
2Bis-4-6 Lê Thánh Tôn, Q.1,
TP.HCM
Điện thoại: 08 3825258
Fax : 08 38256269
[http:// www.dpm.com.vn](http://www.dpm.com.vn)

Người được phỏng vấn:

Ông: Trần Khắc Huy
Đại diện Ban quan hệ cổ đông

Chuyên viên phân tích:

Đinh Thị Mai
mai.dinh@vndirect.com.vn

Trưởng bộ phận:

Vũ Đình Độ
do.vu@vndirect.com.vn

Năm	2009A	2010E	2011E	Năm	2008A	2009A
Doanh thu (tỷ đ)	6.630	6.907	7.317	Tổng tài sản (tỷ đ)	5.192	6.351
Tỷ suất lợi nhuận gộp %	30	33,2	46,5	Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	4.741	5.557
Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	1.351	1.688	2.712	Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	2.693	3.867
EPS (đ)	3.548	4.433	7.065	Nợ ngắn hạn (tỷ đ)	439	566
Tăng trưởng EPS (%)	-3	25	59	Hệ số nợ vay/Vốn CSH	0,015	0,044
P/E (lần)	9,8	7,9	4,9	Hệ số thanh toán hiện hành	6,14	6,84
P/B (lần)	2,4	2,1	1,5	Hệ số thanh toán nhanh	3,46	5,86
Cổ tức/giá (%)	5,7	5,7	5,7	Số ngày tồn kho	87,7	44,7
ROA (%)	21	23	27	Số ngày phải thu	32,3	10,54
ROE (%)	25	26	30	Số ngày phải trả	16,2	16,7

Quan điểm đầu tư:

DPM là doanh nghiệp lớn nhất và hiện đại nhất trong ngành sản xuất đạm ure phục vụ cho nông nghiệp, chiếm 40% thị phần cả nước, công suất 740.000 tấn/năm, lớn hơn nhiều so với Đạm Hà Bắc- công suất 170.000 tấn/năm.

Từ lâu DPM đã thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư tổ chức bởi hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời. Mặc dù có quy mô lớn (vốn chủ sở hữu gần 5.560 tỷ và tổng tài sản hơn 6.300 tỷ đồng) nhưng ROE trung bình trong 4 năm qua luôn đạt từ 25%-30%, biên lợi nhuận gộp đạt từ 30%-40%, ngay cả trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế 2008.

Xét trên khía cạnh dòng tiền, hằng năm DPM có thể tạo ra hơn 2.000 tỷ đồng, trong đó hơn 1.000 tỷ khấu hao. Điều này góp phần quan trọng giúp tình hình tài chính của công ty rất lành mạnh khi không phải sử dụng nhiều đến nợ vay, đồng thời cũng giúp công ty đủ điều kiện để chủ động thực hiện các dự án đầu tư mới trong tương lai. Đáng chú ý là từ năm 2011 trở đi nhà máy hết khấu hao, lợi nhuận của công ty sẽ có sự gia tăng đáng kể.

Năm 2010 giá khí nguyên liệu đầu vào cho DPM trung bình tăng 60% so với 2009, tuy nhiên việc tăng giá bán và giảm hơn 200 tỷ khấu hao đã giúp DPM không chỉ duy trì lợi nhuận mà còn có tăng trưởng trong năm nay. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận 2010 lần lượt đạt 6.907 tỷ đồng và 1.688 tỷ đồng, EPS 2010 đạt 4.433 đồng/cổ phiếu.

Tại mức giá 35.000 đồng, cổ phiếu DPM đang được giao dịch với mức P/E2010 ~ 7,9 và P/E2011~ 4,9x. Đây là mức định giá khá rẻ so với thị trường chung và so với giá trị nội tại của công ty. Mức giá hiện nay của DPM đang tương đương với thời điểm đầu năm 2009 trong khi VNIndex đã tăng trưởng 72%. Chúng tôi cho rằng trong thời gian qua cổ phiếu DPM đã bị bán quá đà phản ánh quan ngại của nhà đầu tư về việc tăng giá khí đầu vào và vấn đề sát nhập với Đạm Cà Mau chưa được thông qua phương án cuối cùng.

Hoạt động:

Hằng năm nhu cầu phân đạm dùng cho sản xuất nông nghiệp được dự báo vào khoảng 2 triệu tấn và tăng trưởng 10%/năm. Hiện nay sản xuất trong nước mới chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu với sự tham gia của 2 doanh nghiệp Đạm Phú Mỹ và Đạm Hà Bắc. Sự ra đời của Đạm Phú Mỹ, công suất 740.000 tấn/năm cùng với việc lượng phân bón nhập khẩu tăng thêm khoảng 250.000 tấn/năm (biên lợi nhuận chỉ khoảng 2% - 5%) đã góp phần đáng kể trong việc ổn định thị trường phân bón trong nước.

Khác với Đạm Hà Bắc- sản xuất phân đạm từ than đá, DPM sử dụng công nghệ sản xuất hiện đại, dây chuyền khép kín với đầu vào là khí đồng hành từ mỏ Bạch Hổ và khí thiên nhiên từ bồn trũng Nam Côn Sơn, đầu ra là đạm ure và khí lỏng Amoniac. Đồng thời, DPM cũng tự tạo năng lượng điện và hơi nước giúp công ty chủ động trong sản xuất.

Giá khí nguyên liệu đầu vào của DPM giai đoạn 2005-2009 khá thấp nhờ được PetroVietnam bán giá ưu đãi 2,2 USD/mmBTU, thấp hơn 50% so với giá trung bình của thế giới. Trong khi đó, giá bán của DPM được xây dựng trên cơ sở giá phân đạm của vùng Baltic và Trung Đông cộng thêm một ít chi phí vận chuyển để đảm bảo cơ chế giá bán cạnh tranh. Vì vậy biên lợi nhuận gộp của phân đạm ure do công ty sản xuất luôn đạt mức cao, từ 45-55%. Đây là lợi thế cạnh tranh lớn mà không phải doanh nghiệp nào cũng có được. Tuy nhiên từ năm 2010 trở đi, cơ chế giá khí bán cho DPM có nhiều thay

đổi. Năm 2010 giá khí sẽ tăng trung bình 60%, sau đó năm 2011 sẽ tăng thêm khoảng 2%, từ 2012 trở đi cơ chế giá sẽ được xây dựng thống nhất cho cả Đạm Cà Mau và Đạm Phú Mỹ.

Sau 6 năm đi vào hoạt động, thương hiệu Đạm Phú Mỹ đã trở nên quen thuộc với bà con nông dân. Mạng lưới phân phối rộng khắp của nước với 5 công ty thành viên, 60 đại lý cấp 1, 3.800 đại lý cấp 2, 12 cửa hàng đối chứng và 9 kho trung chuyển, đảm bảo cho nông dân mua được đủ lượng hàng với đúng giá niêm yết.

Kết quả 2009

Theo báo cáo tài chính kiểm toán năm 2009, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của DPM lần lượt đạt 6.630 tỷ đồng và 1.351 tỷ đồng, tương ứng vượt 14% và 36% kế hoạch năm. Tuy nhiên, kết quả này ghi nhận sự sụt giảm nhẹ trong lợi nhuận sau thuế so với 2008, mặc dù biên lợi nhuận gộp tăng vẫn tăng nhẹ lên mức 30% từ mức 28,6% của năm 2008. Nguyên nhân chủ yếu do chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 30% khi công ty thực hiện mở rộng mạng lưới phân phối, tăng thêm số lượng đại lý cấp 1, cấp 2, kho trung chuyển và các điểm bán hàng.

Lượng tiền và tương đương tiền ở mức gần 3.000 tỷ đồng, tăng hơn 200% so với năm 2008 nhờ chính sách kiểm soát tồn kho hiệu quả, giảm thời gian tồn kho từ 3 tháng xuống 1,5 tháng và giảm số ngày phải thu của khách hàng từ 30 ngày xuống còn hơn 10 ngày so với 2008.

Dự báo 2010 & 2011

Năm 2010 giá khí nguyên liệu đầu vào cho DPM trung bình tăng 60% so với 2009, tuy nhiên việc tăng giá bán và giảm hơn 200 tỷ khấu hao đã giúp DPM không chỉ duy trì lợi nhuận mà còn có tăng trưởng trong năm nay.

Theo ước tính của chúng tôi, với sản lượng sản xuất và tiêu thụ của mặt hàng urê tự sản xuất là 750.000 tấn và hàng nhập khẩu của 250.000 tấn thì doanh thu và lợi nhuận 2010 lần lượt đạt ~ 6.907 tỷ đồng và ~ 1.688 tỷ đồng, EPS 2010 đạt ~ 4.433 đồng/cổ phiếu. Đặc biệt năm 2011, giá khí chỉ tăng nhẹ 2%, nhưng nhà máy đã hoàn toàn hết khấu hao, đồng thời dự án thu hồi khí CO₂ đi vào hoạt động nâng công suất nhà máy lên thêm 60.000 tấn/năm là những điều kiện giúp lợi nhuận của DPM sẽ có sự gia tăng rất đáng kể, ước tính tăng trưởng hơn 60% so với 2010, EPS2011 ước đạt ~ 7.065 đồng/cổ phiếu.

Dài hạn hơn, dự án sản xuất NPK, công suất 400.000 tấn/năm, vốn đầu tư 65 triệu USD khởi công xây dựng ngay trong quý 1/2010, dự kiến hoàn thành vào 2012 là động lực tăng trưởng cho DPM trong những năm sắp tới. Bên cạnh đó dự án liên kết sản xuất DAP tại Maroc, quy mô đầu tư 600-800 triệu USD, công suất 800.000 -1.000.000 tấn/năm đang trong giai đoạn thẩm định hiệu quả đầu tư bởi một tổ chức trung gian có uy tín trên thế giới. Nếu kết quả thẩm định tốt, dự án này sẽ góp phần không nhỏ vào sự tăng trưởng của DPM trong tương lai.

Rủi ro đầu tư

- (1) Từ năm 2012, cung sẽ vượt cầu đối với ngành sản xuất đạm urê trong nước khi nhà máy Đạm Ninh Bình công suất 560.000 tấn/năm và nhà máy Đạm Cà Mau công suất 800.000 tấn/năm đi vào hoạt động. Tuy nhiên, đến thời điểm đó nhà máy DPM đã hoàn toàn hết khấu hao, vì thế DPM vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh so với 2 doanh nghiệp mới. Thêm nữa thương hiệu Đạm Phú Mỹ đã quen thuộc với bà con nông dân. Mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước cũng là điều không phải doanh nghiệp mới gia nhập ngành nào cũng cạnh tranh được.
- (2) Vấn đề sát nhập với Đạm Cà Mau: Đại hội cổ đông 2009 của DPM đã không thông qua việc sát nhập với Đạm Cà Mau do quan ngại hiệu quả hoạt động của Đạm Cà Mau khi suất đầu tư lớn. Vấn đề này đang treo lơ lửng khiến nhiều nhà đầu tư e ngại.
- (3) Ấn số giá khí đầu vào từ năm 2012: cơ chế giá khí được xây dựng thống nhất cho cả Đạm Cà Mau và Đạm Phú Mỹ. Hiện nay vẫn chưa có giá cụ thể, tuy nhiên theo trao đổi với doanh nghiệp thì nhiều khả năng là cao hơn mức hiện nay.

Định giá

Tại mức giá 35.000 đồng, cổ phiếu DPM đang được giao dịch với mức P/E2010 ~ 7,9x và P/E2011 ~ 4,9x. Đây là mức định giá khá rẻ so với thị trường chung và so với giá trị nội tại của công ty. Mức giá hiện nay của DPM đang tương đương với thời điểm đầu năm 2009 trong khi VNIndex đã tăng trưởng 72%. Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng cổ phiếu DPM đã bị nhà đầu tư phản ứng quá bán với thông tin tăng giá khí đầu vào và vấn đề sát nhập với Đạm Cà Mau còn treo lơ lửng.

Khuyến cáo :

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

Địa chỉ liên hệ:**Hà Nội**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng
Hà Nội – Việt Nam
Tel: +84-34-941 0510
Fax: +84-34-972 4600

TP. Hồ Chí Minh

Tòa nhà FIDECO, 81-85 Hàm Nghi, Q.1
TP.Hồ Chí Minh – Việt Nam
Tel: +84-38-9.146.925
Fax: +84-38-9.146.922