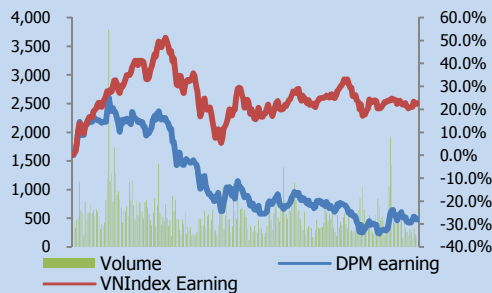


Nguyễn Hải Anh

Email: [anhnh01@thanglongsc.com.vn](mailto:anhnh01@thanglongsc.com.vn)Mã CK : **DPM** – Sàn niêm yết : **HSX**Khuyến nghị : **MUA**Giá mục tiêu: **40,700 VND****Báo cáo cập nhật****THỐNG KÊ LỊCH SỬ**

Giá ngày 7/30/2010	30,900 đồng
Ngành: Nguyên liệu cơ bản,	
Mô hình kinh doanh: Sản xuất & phân phối Đạm	
Thời điểm niêm yết	2007
Số cổ phiếu lưu hành	380,000,000
Số cổ phiếu thực tế giao dịch	128,422,347
Vốn hóa (tỷ VND)	11,280
Cao nhất 52 tuần (VND)	52,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27,900
KLGD trung bình 10 ngày	456,808
% thay đổi giá 1 tháng	-12.54%
% thay đổi giá 3 tháng	-19.83%
% thay đổi giá 6 tháng	-11.99%
% thay đổi giá 12 tháng	-38.00%
% Sở hữu nước ngoài	18.99%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Beta 52 tuần	0.89
Nguồn: TLS	

**Lợi tức đầu tư DPM & VNIndex trong 1 năm**

Nguồn : TLS, KL: 000 cp

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (TỶ ĐỒNG)**

	2008	2009	2010F
Tài sản	5,192.37	6,351.20	8,577.43
Vốn sở hữu	4,719.42	5,535.40	7,851.56
Doanh thu thuần	6,475.37	6,638.51	6,513.21
EBIT	1,416.37	1,411.33	1,424.98
EAT	1,385.29	1,359.73	1,546.93
EPS (VND)	3,679	3,619	4,071
Cổ tức/cổ phiếu	1,800.00	2,000.00	1,500.00
P/E (x)	9.4	9.4	10.00
P/B (x)	2.7	2.4	2.00
%Tăng doanh thu	70.2%	2.5%	-1.9%
%Tăng EPS	-2.9%	-1.6%	12.5%
%Lãi biên gộp	28.6%	30.0%	33.4%
%Lãi biên ròng	21.4%	20.5%	23.8%
ROE	29.4%	24.6%	19.9%
ROA	26.7%	21.4%	18.0%

Nguồn: DPM, TLS

**TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ****30/7/2010**

Chúng tôi kỳ vọng rằng lợi nhuận sẽ cao hơn so với kế hoạch của HĐQT trong năm nay vì (i) giá bán Urea bình quân năm 2010 cao hơn 10.6% so với năm 2009, (ii) tỷ trọng urea nhập khẩu giảm trong tổng lượng hàng bán ra (iii) lượng cung trong nước vẫn chưa đáp ứng được đủ cầu. Với kỳ vọng này, chúng tôi dự báo EPS của công ty cuối năm sẽ là 4,071 đồng. Với mức P/E kỳ vọng là 10, chúng tôi dự báo giá của DPM vào thời điểm cuối năm 2010 là 40,700 đồng/CP. Theo hệ thống đánh giá của chúng tôi (xem trang cuối), chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu này.

**MÔ TẢ DOANH NGHIỆP**

Là doanh nghiệp có vốn điều lệ 3,800 tỷ đồng, lợi nhuận chưa phân phối kết thúc năm tài khóa 2009 là 1,220 tỷ. Lĩnh vực kinh doanh chính bao gồm: (i) sản xuất phân đạm Urea, (ii) nhập khẩu và phân phối phân đạm, (iii) sản xuất Amoniac lỏng và (iv) điện. Doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2009 tương ứng đạt 6,630 tỷ và 1,360 tỷ. Hai mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu là sản xuất Urea và nhập khẩu và phân phối phân đạm, chiếm lần lượt 58.2% và 38.9%, với tổng doanh thu 6,437 tỷ.

DPM có mô hình kinh doanh tương đối khép kín từ quy trình sản xuất đến tiêu thụ. Hàng năm, DPM đưa ra thị trường tiêu thụ khoảng 1 triệu tấn phân bón Urea, trong đó 75% tự sản xuất và 25% nhập khẩu, tổng thị phần chiếm 50%.

**DIỄN BIẾN MỚI**

- 6 tháng đầu năm 2010, DPM đã hoàn thành vượt mức kế hoạch lợi nhuận năm 2010. Doanh thu bán hàng 6 tháng đầu năm đạt 3,319 tỷ đồng (58.4% kế hoạch năm), lợi nhuận trước thuế 1,018 tỷ đồng (101.14% kế hoạch năm) và lợi nhuận sau thuế đạt 903,5 tỷ đồng.
- Ngày 14/7/2010, DPM đăng ký mua lại 2 triệu cổ phiếu DPM làm cổ phiếu quỹ nhằm bình ổn giá. Nguồn sử dụng để mua lại cổ phiếu quỹ là lợi nhuận để lại của năm 2009.
- Ngày 07/7/2010, DPM công bố quyết định góp 19% vốn điều lệ thành lập Công ty Cổ phần Bao bì Dầu khí Việt Nam (PSP). Vốn điều lệ của PSP là 25 tỷ đồng với ngành nghề kinh doanh chính là sản xuất bao bì, sản xuất và kinh doanh chất dẻo nguyên sinh và phân bón.
- Ngày 24/6/2010, HĐQT DPM quyết định mua 2,2 triệu CP Công ty Cổ phần quản lý và Phát triển nhà Dầu khí Miền Nam (PVSBD), nâng tổng số cổ phần nắm giữ lên 3,3 triệu CP chiếm 60% vốn điều lệ của PVSBD.
- Thực hiện chủ trương của Chính phủ về chống lạm phát, đầu cơ và nhập siêu, DPM đã giảm giá trần bán Đạm Phú Mỹ từ 6,900 đồng/kg xuống còn 6,600 đồng/kg từ 05/06/2010, hỗ trợ vận chuyển, củng cố hệ thống phân phối nhằm thiết lập hệ thống bán hàng ở khắp các vùng miền. Tính tới thời điểm 31/05/2010, Tổng Công ty đã xây dựng được 58 đại lý với hơn hai ngàn cửa hàng tiêu thụ Đạm Phú Mỹ tại các vùng miền trên cả nước.

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

- Cung không đáp ứng đủ nhu cầu:** cung phân bón còn thiếu hụt khoảng 44% so với nhu cầu của toàn thị trường tại thời điểm ước tính đầu năm 2010.
- Chiếm thị phần chi phối thị trường Urea Việt Nam:** Hàng năm, DPM sản xuất khoảng 750,000 tấn Urea và nhập khẩu khoảng 250,000 tấn phân đạm (Urea là chủ yếu). So với nhu cầu hiện tại của Việt Nam là 2 triệu tấn/năm (theo Bộ Công thương) thì DPM có khả năng đáp ứng được 50% tổng nhu cầu.
- Tỷ suất sinh lời cao gấp đôi so với trung bình ngành của các nước khu vực Châu Á,** 25.5% so với 12%.
- Hết khấu hao nhà máy trong năm 2010:** Giá trị còn lại của nhà máy Đạm Phú Mỹ năm 2010 là 1,018 tỷ đồng sẽ được khấu hao hết toàn bộ trong năm nay, theo phương pháp khấu hao đường thẳng.

**ĐỊNH GIÁ**

Do một số giả định của chúng tôi tại báo cáo phân tích DPM vào tháng 5/2010 đã không còn phù hợp với những diễn biến mới của cổ phiếu DPM nên chúng tôi tiến hành định giá lại cổ phiếu DPM dựa trên những diễn biến mới liên quan đến cổ phiếu này (xem phần sau của báo cáo này). Chúng tôi dự báo, năm 2010, doanh thu thuần của DPM đạt 6,513 tỷ đồng, lợi nhuận ròng 1,546 tỷ đồng và EPS là 4,017 đồng/CP. Với mức P/E kỳ vọng là 10, giá của DPM tại thời điểm cuối năm được dự báo ở mức 40,700 đồng/CP.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

- Biến động giá khí đầu vào:** Biến động giá đầu, khí đầu vào chính đối với sản xuất của DPM, sẽ tác động không nhỏ đến giá thành và lợi nhuận. Giá khí thay đổi từ 2.2 USD lên 3.5 USD/mmBTUs kể từ quý 2. Chúng tôi ước tính, với giá mmBTUs tăng lên 3.5 USD, thì DPM phải chịu tăng chi phí sản xuất thêm 1,200 tỷ.
- Biến động về tỷ giá:** như những năm trước, nhập khẩu khí nguyên liệu mmBTU theo giá USD sẽ là 1 yếu tố tác động không nhỏ đến lợi nhuận của DPM.

## TỔNG HỢP BÁO CÁO TÀI CHÍNH

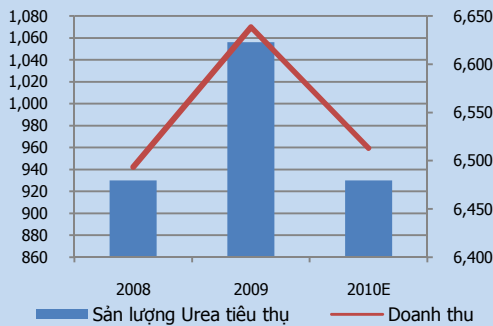
Đơn vị: Tỷ VND

Mô hình thu nhập (Tỷ VND)	2007	2008	2009	2010E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,803.91</b>	<b>6,475.37</b>	<b>6,638.51</b>	<b>6,513.21</b>
Giả vốn hàng bán	(2,298.18)	(4,624.12)	(4,644.82)	(4,335.81)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,505.73</b>	<b>1,851.24</b>	<b>1,993.69</b>	<b>2,177.40</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>39.6%</i>	<i>28.6%</i>	<i>30.0%</i>	<i>33.4%</i>
Thu nhập hoạt động khác	340.72	0.51	6.75	19.59
Chi phí bán hàng	(144.51)	(39.44)	(224.60)	(293.84)
Chi phí QLDN	(61.77)	(49.40)	(221.33)	(285.31)
Chi phí hoạt động khác	(0.20)	(1.03)	(0.75)	(9.17)
<b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1,260.29</b>	<b>1,416.37</b>	<b>1,411.33</b>	<b>1,424.98</b>
Thu nhập từ đầu tư	151.13	44.47	143.13	181.20
Lãi vay ròng	(249.92)	(21.13)	(53.58)	(80.67)
<b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>	<b>23.34</b>	<b>89.55</b>	<b>100.53</b>	<b>186.79</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,439.71</b>	<b>1,500.87</b>	<b>1,528.15</b>	<b>1,757.87</b>
<i>Thuế thu nhập</i>	<i>0.07</i>	<i>115.58</i>	<i>168.42</i>	<i>210.94</i>
<i>Tax/Profit before amortisation</i>				
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,439.64</b>	<b>1,385.29</b>	<b>1,359.73</b>	<b>1,546.93</b>
Cổ tức trả (VND)/cổ phiếu)	1,500	1,800	2,000	1,500
<b>Lợi nhuận giữ lại</b>	<b>570.70</b>	<b>777.34</b>	<b>1,228.17</b>	<b>2,208.35</b>
Số cổ phiếu bình quân (m)	318,562,294	378,247,358	376,082,553	377,835,196
Số cổ phiếu cuối năm (m)	380,000,000	376,494,716	375,670,391	380,000,000
Thu nhập/cổ phiếu (VND)	3,789	3,679	3,619	4,071
<i>Cổ tức cổ phiếu thường (VND)</i>	<i>1,500</i>	<i>1,800</i>	<i>2,000</i>	<i>1,500</i>
<b>Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)</b>	<b>39.59%</b>	<b>48.92%</b>	<b>55.26%</b>	<b>36.85%</b>
<b>Báo cáo dòng tiền (tỷ VND)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>
Lợi nhuận ròng	1,439.64	1,385.29	1,359.73	1,546.93
Điều chỉnh tăng giảm:				
Khấu hao	2,775.21	1,076.82	1,037.82	1,088.78
Thay đổi hàng tồn kho	(400.70)	(710.61)	542.06	(207.20)
Thay đổi khoản phải thu	(94.53)	(543.95)	361.92	(96.83)
Thay đổi khoản phải trả	781.17	(346.56)	102.97	(74.27)
<b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>	<b>4,500.79</b>	<b>860.99</b>	<b>3,404.50</b>	<b>2,257.40</b>
Thay đổi TSCĐ hữu hình	(6,021.75)	(124.61)	(774.60)	(600.00)
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	0.00	0.00	(115.00)	0.00
Thay đổi đầu tư dài hạn	(24.43)	(181.11)	(247.61)	600.00
<b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>	<b>(6,046.18)</b>	<b>(305.72)</b>	<b>(1,137.21)</b>	<b>0.00</b>
Cổ phần phát hành	(843.92)	110.44	349.08	0.00
Thay đổi các quỹ khác	(9.86)	25.19	16.07	20.00
Thay đổi các khoản nợ vay	580.10	(576.08)	24.03	0.00
Thay đổi nợ dài hạn	0.12	12.20	216.38	70.00
Chia cổ tức cho cổ đông	(868.93)	(1,178.65)	(908.90)	661.42
<b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>	<b>(1,142.49)</b>	<b>(1,606.91)</b>	<b>(303.34)</b>	<b>751.42</b>
<b>Dòng tiền thuần</b>	<b>(2,687.88)</b>	<b>(1,051.64)</b>	<b>1,963.94</b>	<b>3,008.83</b>
Tiền mặt đầu kỳ	4,660.24	1,972.35	920.71	2,908.27
<b>Tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>1,972.35</b>	<b>920.71</b>	<b>2,884.65</b>	<b>5,917.10</b>
<b>Dòng tiền thuần dự phóng</b>	<b>2,007</b>	<b>2,008</b>	<b>2,009</b>	<b>2010E</b>
Lợi nhuận ròng	1,439.64	1,385.29	1,359.73	1,546.93
Cộng thêm chi phí khấu hao	2,775.21	1,076.82	1,037.82	1,088.78
(-) tăng TSLĐ, không kể tiền mặt	(495.23)	(1,254.56)	903.97	(304.03)
(+) tăng VNNH	1,361.27	(922.64)	126.99	(74.27)
(+) Lãi suất	0.00	0.00	0.00	38.51
(-) tăng nguyên giá TSMMTB	(5,528.62)	(59.08)	(320.92)	(600.00)
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(447.73)</b>	<b>225.83</b>	<b>3,107.60</b>	<b>1,695.92</b>

Bảng Cân Đối Kế Toán (Tỷ VND)	2007	2008	2009	2010E
<b>Tài sản ngắn hạn</b>				
Tiền & tương đương tiền	1,972.35	942.71	2,906.13	5,917.10
Đầu tư tài chính	0.00	0.00	115.00	115.00
Khoản phải thu	59.50	573.16	191.37	288.72
Hàng tồn kho	400.70	1,111.31	569.25	776.46
Chi phí trả trước, TSNH khác	35.02	65.32	85.19	84.67
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2,467.58</b>	<b>2,692.50</b>	<b>3,866.94</b>	<b>7,181.94</b>
<b>Tài sản máy móc thiết bị</b>				
Nguyên giá	5,528.62	5,587.70	5,908.63	6,508.63
Trừ khấu hao lũy kế	-2,775.21	-3,852.03	-4,889.85	-5,978.63
Tài sản máy móc thiết bị ròng	2,753.41	1,735.68	1,018.78	530.00
Tài sản dài hạn khác	517.56	764.19	1,465.48	865.48
<b>Tổng Tài Sản</b>	<b>5,738.55</b>	<b>5,192.37</b>	<b>6,351.20</b>	<b>8,577.43</b>
<b>Vay nợ ngắn hạn</b>				
Vay ngắn hạn	580.10	4.02	28.05	28.05
Khoản phải trả	335.46	319.80	420.24	346.07
Nợ khác	445.71	114.81	117.34	117.24
<b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>	<b>1,361.27</b>	<b>438.63</b>	<b>565.62</b>	<b>491.35</b>
<b>Vay nợ dài hạn</b>	<b>0.12</b>	<b>12.32</b>	<b>228.70</b>	<b>298.70</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,377.16</b>	<b>4,719.42</b>	<b>5,535.40</b>	<b>7,763.75</b>
Cổ phiếu thường	3,800.00	3,800.00	3,800.00	3,800.00
Quỹ đầu tư phát triển	0.00	87.29	302.97	302.97
Lợi nhuận giữ lại	570.70	777.34	1,228.17	3,436.52
Nguồn ngân sách & quỹ khác	6.46	54.79	204.26	224.26
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.00	22.00	21.47	23.62
<b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>	<b>5,738.55</b>	<b>5,192.37</b>	<b>6,351.20</b>	<b>8,577.43</b>
<b>Tăng trưởng &amp; tỷ suất (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>
Tăng trưởng Doanh thu	24.7%	70.2%	2.5%	-1.9%
Tăng trưởng EBITDA			42.3%	50.1%
Tăng trưởng EBIT	12.4%	-0.4%	1.0%	10.1%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	24.0%	-3.8%	-1.8%	13.8%
Tăng trưởng EPS	-16.1%	-2.9%	-1.6%	12.5%
Tỷ suất LN gộp	39.6%	28.6%	30.0%	33.4%
Tỷ suất EBITDA		38.4%	37.1%	40.8%
Tỷ suất EBIT	37.2%	21.8%	21.5%	24.1%
<b>Các chỉ số</b>	<b>2,007</b>	<b>2,008</b>	<b>2,009</b>	<b>2010E</b>
ROE	32.9%	29.4%	24.6%	19.9%
ROA	25.1%	26.7%	21.4%	18.0%
Số ngày hàng tồn kho	38.4	62.6	31.3	43.5
Số ngày khoản phải thu	5.7	32.3	10.5	16.2
Số ngày khoản phải trả	75.0	24.5	29.6	26.0
Vay nợ ròng/VCSH	-0.14	-0.10	-0.38	-0.66
Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)	67.0	26.3	17.7	35.9
<b>Định giá so sánh</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>
<b>PE</b>	N/A	9.4	9.4	10.00
<b>PB</b>	N/A	2.7	2.4	2.00
<b>Lợi suất cổ tức</b>	N/A	5.29%	5.80%	3.69%

Nguồn: CK Thăng Long

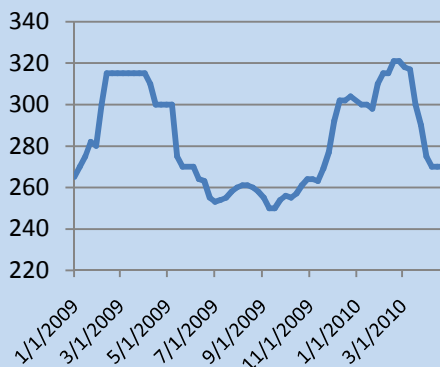
## SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ VÀ DOANH THU



Nguồn: DPM & TLS dự báo

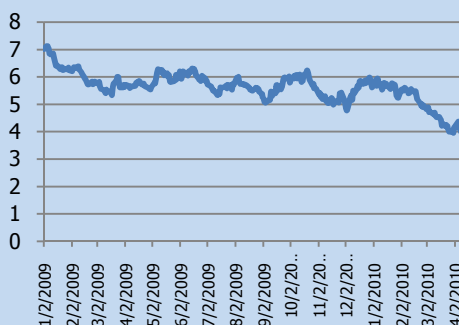
Đơn vị: DT tỷ VND, KL: 000 tấn

## GIÁ PHÂN BÓN XUẤT KHẨU TẠI TRUNG QUỐC



Nguồn: Bloomberg. Đơn vị: USD/tấn

## GIÁ KHÍ GAS TỰ NHIÊN HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI 6 THÁNG (NYMEX)



Nguồn: Bloomberg. Đơn vị: USD/m3

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Cung đang không đủ đáp ứng cầu:** Cho đến khi các dự án Đạm Cà Mau, Phân bón Ninh Bình đi vào hoạt động, thì với nhu cầu 2.66 triệu tấn trong năm nay, công suất và sản lượng hiện tại của Đạm Phú Mỹ và Hà Bắc cộng lại, cung phân bón còn thiếu hụt khoảng 44% so với nhu cầu của toàn thị trường tại thời điểm ước tính đầu năm 2010, 2.66 triệu tấn trong năm nay.

**Chiếm thị phần chi phối thị trường Urea Việt Nam:** Hàng năm, DPM sản xuất khoảng 750,000 tấn Urea và nhập khẩu khoảng 250,000 tấn phân đạm (Urea là chủ yếu). So với nhu cầu hiện tại của Việt Nam là 2 triệu tấn/năm (theo Bộ Công thương) thì DPM đã có khả năng đáp ứng được 50% tổng nhu cầu. Ngoài ra, nhờ có hệ thống phân phối tốt tại hầu hết các tỉnh thành phố quan trọng trong phát triển nông nghiệp (chi tiết các công ty con tại phần mô hình kinh doanh) nên công ty cũng chiếm được thị trường tiêu thụ tương ứng là 50%.

**Tỷ suất sinh lời cao gấp đôi so với trung bình ngành của các nước khu vực Châu Á:** Tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) trung bình ngành Phân bón và sản phẩm nông nghiệp của các nước trong khu vực châu Á là 12% (theo Bloomberg), trong khi đó tỷ lệ này của DPM là trên 25%.

**Hết khấu hao nhà máy trong năm 2010:** Giá trị còn lại của nhà máy Đạm Phú Mỹ năm 2010 là 1,018 tỷ đồng sẽ được khấu hao hết toàn bộ trong năm nay, theo phương pháp khấu hao đường thẳng. Như vậy, từ năm sau giá vốn hàng bán của DPM sẽ giảm mạnh, tức là lợi nhuận gộp của công ty sẽ tăng lên và kỳ vọng vào việc chi phí quản lý doanh nghiệp cũng như chi phí bán hàng và chi phí khác không tăng mạnh trong năm nay, chúng tôi đánh giá lợi nhuận của DPM sẽ gây ấn tượng tốt trong năm 2010 này.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro từ biến động giá khí nguyên liệu đầu vào:** Từ năm 2010, DPM sẽ chịu rủi ro về giá khí nguyên liệu đầu vào do công ty này đã hết thời hạn được hưởng giá ưu đãi. Giá mua của DPM sẽ phụ thuộc vào giá thị trường. Trong năm 2010, DPM phải mua khí nguyên liệu với giá 2.9 USD/MMBTU trong quý I và từ QII đến cuối năm là 3.5 USD/MMBTU. Mức giá này cao hơn rất nhiều so với mức ưu đãi 2.2USD/MMBTU mà DPM được hưởng từ năm 2009 trở về trước.

Tác động của biến động giá khí nguyên liệu đầu vào chịu tác động của biến động giá dầu. Sự biến động không dễ dự báo của giá dầu được coi là một trong những yếu tố có thể phủ nhận những thành quả đến từ sản xuất. Năm 2008 là một ví dụ, thời điểm mà DPM nhập giá sản phẩm để phân phối tại thị trường trong nước với khối lượng lớn và với giá cao. Sự biến động đi xuống ngay thời gian sau đó, đã khiến DPM rơi vào tình trạng bán với giá dưới giá nhập khẩu và điều này đã dẫn đến việc DPM bị lỗ về mảng nhập khẩu trong năm 2008.

**Rủi ro từ biến động tỷ giá:** DPM có các khoản nợ bằng USD do nhập khẩu máy móc, thiết bị và nhập khẩu phân bón từ nước ngoài nên công ty chịu rủi ro khá nhiều từ các biến động của tỷ giá. Đến cuối tháng 12 năm 2009, DPM đã vay khoảng 12 triệu USD (trong tổng số 23 triệu USD) để đầu tư cho dự án thu hồi khí CO2.

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

## GIÁ ĐỊNH

Một số diễn biến mới liên quan đến cổ phiếu DPM như DPM giảm giá phân Urea từ 6,900 đồng/kg xuống còn 6,600 đồng/kg từ ngày 5/6/2010, tỷ trọng hàng nhập khẩu/tổng sản lượng bán ra giảm mạnh so với năm 2009 sẽ được chúng tôi đưa vào mô hình định giá trong báo cáo này. Các giả định khác trong báo cáo DPM tháng 5/2010 không có nhiều thay đổi.

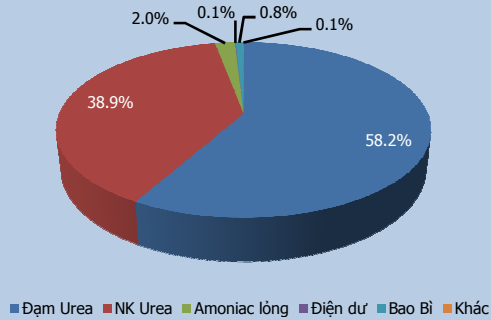
## I. Doanh thu và giá vốn:

- Sản lượng Urea sản xuất và nhập khẩu được tiêu thụ hết
- Giá mua khí nguyên liệu mmbtu DPM mua với mức giá 3.5 USD được áp dụng kể từ ngày 01.06.2010 và ổn định đến hết năm.
- Chi phí quản lý bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng so với năm 2009 (4.7% và 4.8%) do nhu cầu duy trì hệ thống phân phối bán hàng có thể đáp ứng nhu cầu của người nông dân, nhằm cạnh tranh giành thị phần với phân bón nhập khẩu.

## II. Chi phí tài chính và thuế thu nhập doanh nghiệp:

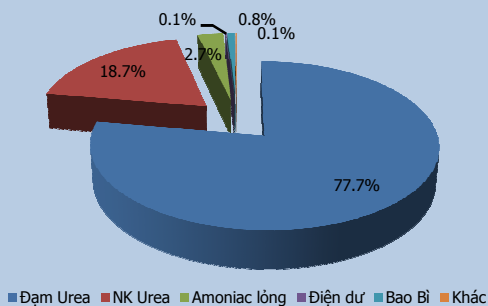
- Chi phí lãi vay mà DPM phải trả cho khoản vay tài trợ dự án thu hồi khí CO2 từ khối thải trị giá 23.9 triệu USD sẽ được dao động quanh mức 4%.
- Chênh lệch tỷ giá: Giả định được đưa ra là DPM sẽ chịu biến động chênh lệch tỷ giá tính vào cuối năm là +/-1%.

Cơ cấu doanh thu 2009



Nguồn: BCTC kiểm toán DPM

Cơ cấu doanh thu 2010E



Nguồn: TLS ước tính

6. DPM tiếp tục nhận được ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp mà doanh nghiệp này đã được hưởng từ những chính sách của Chính phủ dành cho hoạt động bình ổn thị trường.

Bảng 1: Mô hình thu nhập trong năm 2010

	Đơn vị	2009	2010E	Thay đổi
<b>Đạm Urea</b>				
<b>Sản lượng sản xuất</b>	Tấn	756,000	750,000	-0.79%
Giá bán	VND	5,106,430	6,750,000	32.19%
<b>Nhập khẩu</b>	Tấn	300,000	180,000	-40.00%
Giá bán	VND	8,613,231	6,750,000	-21.63%
<b>Tổng khối lượng</b>	Tấn	<b>1,056,000</b>	<b>930,000</b>	-11.93%
<b>Tổng doanh thu KD Urea</b>	triệu VND	<b>6,444,430</b>	<b>6,277,500</b>	-2.59%
<b>Amoniac lỏng</b>				
<b>Khối lượng</b>	Tấn	19,342	25,000	29.25%
Giá bán	VND	7,000,000	7,000,000	0.00%
<b>Tổng doanh thu KD Amoniac</b>	triệu VND	<b>135,394</b>	<b>175,000</b>	29.25%
<b>Doanh thu điện, bao bì</b>	triệu VND	<b>58,689</b>	<b>60,714</b>	3.45%
<b>Doanh thu thuần</b>	triệu VND	<b>6,638,511</b>	<b>6,513,214</b>	-1.89%
<b>Giá vốn hàng bán</b>	triệu VND	<b>4,644,816</b>	<b>4,335,810</b>	-6.65%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	triệu VND	<b>1,993,695</b>	<b>2,177,404</b>	9.21%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	triệu VND	<b>1,359,734</b>	<b>1,546,926</b>	13.77%
<b>EPS</b>	VND	<b>3,619</b>	<b>4,071</b>	12.47%

Nguồn: BCTC kiểm toán DPM &amp; TLS dự báo

Có thể nói sự thay đổi trong giá bán của Đạm Urea và tăng tỷ trọng hàng sản xuất, giảm tỷ trọng hàng nhập khẩu là nhân tố chính ảnh hưởng tới kết quả hoạt động kinh doanh của DPM trong năm nay.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá công ty sử dụng phương pháp so sánh P/E. Các công ty được chọn là các công ty cùng ngành sản xuất phân bón của các nước đang phát triển và 2 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Bảng 2: P/E ngành Phân bón và sản phẩm phục vụ nông nghiệp

Quốc gia	Vốn hóa	EPS T12M	P/E
India	325,836,494	0.459	17.8
Malaysia	15,785,350	0.226	7.8
Pakistan	481,143,605	0.047	11.3
Thailand	139,519,619	0.049	4.9
<b>Trung bình</b>			<b>10.0</b>

Nguồn: Bloomberg, Đơn vị: USD

Tỷ lệ P/E trung bình ngành Phân bón và sản phẩm phục vụ nông nghiệp của các nước đang phát triển (theo Bloomberg) là 10.

Bảng 3: So sánh 1 số chỉ tiêu các công ty cùng ngành đang niêm yết (giá ngày 30/7/2010)

Mã	Tên công ty	EPS 4 Q (VND)	Chỉ số P/E	P/B	Cổ tức 2009 (VND)	ROE	ROA
DPM	Đạm Phú Mỹ	3,940	7.84	2.0	2,000	25.5%	21.4%
HSI	Phân bón Hóa sinh	1,790	8.04	0.98	1,200	13.8%	2.5%
HVT	Hóa chất Việt tri	1,100	15.36	1.16	1,000	8.0%	2.4%

Nguồn: TLS tổng hợp

P/E bình quân của 2 doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết là HSI và HVT là 10.5, cao hơn khá nhiều so với mức P/E hiện tại của DPM. Trong khi đó, DPM là doanh nghiệp đầu ngành, chiếm 50% thị phần sản xuất và tiêu thụ phân bón của cả nước, DPM đang có nhiều dự án lớn đang triển khai, trong đó, dự kiến một số dự án sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận từ năm 2011. Bên cạnh đó, triển vọng hạ thấp giá vốn sản xuất, tăng lợi nhuận biên của DPM bắt đầu từ năm 2011 là rất cao khi hầu hết máy móc sẽ khấu hao xong trong năm 2010 này. Do đó, sẽ là hoàn toàn hợp lý khi chúng tôi

định giá DPM với mức P/E bằng mức bình quân của 2 doanh nghiệp cùng ngành trên sàn, hay ít nhất là bằng với mức bình quân ngành của các nước trong khu vực. Do đó, chúng tôi dự phóng mức P/E vào thời điểm cuối năm của DPM là 10 lần. Với mức EPS dự phóng của năm 2010 là 4,071 đồng/CP, mức giá hợp lý của DPM tại thời điểm cuối năm là 40,700 đồng/CP. *Mức giá này cao hơn 31.7% so với mức giá chốt phiên ngày 30/7/2010 của cổ phiếu DPM. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này.*

#### MÔ HÌNH KINH DOANH

Mô hình kinh doanh tương đối khép kín, từ quy trình sản xuất đến tiêu thụ, sử dụng khí tự nhiên và không khí để sản xuất Urea hạt. DPM có 01 công ty con sản xuất bao bì, đóng gói sản phẩm và 05 công ty con tại các tỉnh, thành quan trọng chuyên phụ trách phân phối. (Xem bảng phía dưới)

DPM hàng năm đưa ra thị trường tiêu thụ khoảng 1 triệu tấn phân bón Urea, trong đó 75% là tự sản xuất và 25% là nhập khẩu, chiếm 50% thị phần tại Việt Nam. Doanh thu từ sản xuất và tiêu thụ phân bón năm 2009 đạt 6,431.2 ngàn tỷ chiếm 97.1% tổng doanh thu. Phần doanh thu còn lại đến từ các sản phẩm phụ là Amoniac hóa lỏng và Điện.

**Bảng 4: Danh sách các công ty con của DPM**

STT	Tên công ty	Trụ sở	Sở hữu	Hoạt động chính
1	Công ty TNHH MTV thương mại dịch vụ phân bón và hoá chất đầu khí	HCM	100%	Kinh doanh phân bón và hóa chất
2	Công ty TNHH MTV phân bón và hóa chất đầu khí miền Trung	Bình Định	100%	Kinh doanh phân bón và hóa chất
3	Công ty TNHH MTV phân bón và hóa chất đầu khí miền Tây Nam Bộ	Cần Thơ	100%	Kinh doanh phân bón và hóa chất
4	Công ty TNHH MTV phân bón và hóa chất đầu khí miền Đông Nam Bộ	HCM	100%	Kinh doanh phân bón và hóa chất
5	Công ty TNHH MTV phân bón và hóa chất đầu khí miền Bắc	Hà Nội	100%	Kinh doanh phân bón và hóa chất
6	Công ty cổ phần bao bì Đạm Phú Mỹ	HCM	51%	Sản xuất bao bì

Nguồn: BCTN 2009 DPM



## LỊCH SỬ BÁO CÁO

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá mục tiêu 2010
19/5/2010	Cập nhật	GIỮ	29,000	34,465

## XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

## SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

## KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG



Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp trong nước. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty trong nước.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.thanglongsc.com.vn](http://www.thanglongsc.com.vn)

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: [research@thanglongsc.com.vn](mailto:research@thanglongsc.com.vn)

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2006-2010, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.