

MCK: DPM (HSX)

CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN ĐẠM VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ

NĂM GIỮ

TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ

37.000

Chuyên viên: Lương Thị Minh Trâm

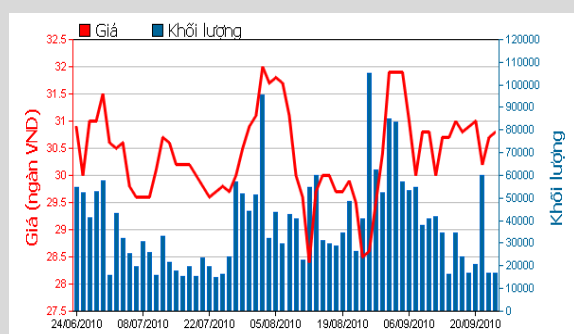
Email: tram.ltm@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – 342

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (19/10/2010)	34.900
Giá cao nhất (52 tuần)	49.900
Giá thấp nhất (52 tuần)	27.600
Số CP đang lưu hành	379.000.000
KLGBQ/phần (10 phần)	240.375
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	13.227
Trailing P/E (x)	8,9
Forward P/E 2010 (x)	8,5
P/BV (30/06/2010)	2,1

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2009	6T/10	2010 KH	2010F
DT	6.630,1	3.296,8	5.647,0	6.696,4
LNTT	1.519,7	1.018,5	1.007,0	1.744,2
LNST	1.357,4	903,5	912,1	1.559,9
VĐL	3.800,0	3.800,0		3.800,0
TTS	6.351,2	6.912,8		7.035,2
VCSH	5.487,9	5.849,6		6.219,2
ROA	21,4			22,2
ROE	24,5			25,0
EPS (VND)	3.557			4.105
GTSS (VND)	14.442	15.394		16.366
Tỷ lệ cổ tức	20,0	-		13,0

Nguồn: DPM, VDSC

HÓA CHẤT – PHÂN BÓN

Trên cơ sở dự phóng thận trọng những nguồn thu từ hoạt động kinh doanh chính của DPM, EPS 2010 được dự báo sẽ vào khoảng 4.105 đồng/CP, tương đương mức P/E (forward) 8,4 lần. Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu DPM vào khoảng 37.000 đồng (tương đương mức vốn hóa khoảng 13.227 tỷ đồng). So với mức giá tham chiếu ngày 20/10/2010 (34.900 đồng/cp), cổ phiếu DPM đang được giao dịch thấp hơn mức giá hợp lý 6%. Nhà đầu tư không ưa thích mạo hiểm có thể xem xét biến động giá cổ phiếu trên thị trường và tham khảo mức giá chúng tôi đưa ra để có quyết định đầu tư phù hợp đối với cổ phiếu DPM.

DPM là doanh nghiệp lớn nhất và hiện đại nhất trong ngành sản xuất đạm urê. Hiện nay, Nhà máy DPM có công suất 800.000 tấn ure/năm (Đầu Q3/2010, DPM đưa vào vận hành nhà máy thu hồi khí thải CO2 nâng công suất của nhà máy tăng thêm 60.000 tấn ure/năm từ 740.000 tấn ure/năm lên 800.000 tấn ure/năm), sản lượng phân đạm công ty sản xuất chiếm trên 50% nhu cầu phân đạm urê và 40% nhu cầu khí amoniac lỏng trong nước. So với công ty Đạm Hà Bắc với công suất 170.000 tấn/năm, thì DPM lớn hơn rất nhiều.

Hoạt động kinh doanh chính đem lại nguồn thu ổn định, tỷ suất sinh lợi duy trì ở mức cao. DPM có cổ đông lớn là PetroVietnam, nắm giữ 61% vốn của Công ty. Mỗi quan hệ này giúp DPM có được nguồn cung cấp khí ổn định với giá bán ưu đãi. Hoạt động kinh doanh của công ty trong những năm gần đây mặc dù chịu ảnh hưởng từ sự suy thoái kinh tế nhưng vẫn duy trì sự ổn định và hiệu quả, tỷ suất lợi nhuận gộp của DPM đạt được khá cao quanh mức 30-35%. Trong dài hạn với các kế hoạch đầu tư mới sẽ giúp công ty đảm bảo được nguồn thu nhập ổn định và bền vững.

Lợi nhuận năm 2010 có khả năng tăng trưởng mạnh. Ước tính đến cuối tháng 9/2010, DPM tiêu thụ 580 ngàn tấn Ure, sản xuất 595 ngàn tấn, doanh thu đạt khoảng 4.600 tỷ đồng, tương đương 81% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế đạt 1.250 tỷ vượt 243 tỷ đồng so với kế hoạch. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong kỳ được hỗ trợ bởi cả yếu tố tăng giá và lượng tiêu thụ (do DPM đã giảm tỷ trọng hàng nhập khẩu, tăng tỷ trọng tiêu thụ hàng tự sản xuất). Nếu tình hình tiêu thụ thuận lợi trong những tháng cuối năm 2010, chúng tôi ước tính DPM sẽ vượt 19% kế hoạch doanh thu và vượt hơn 64% kế hoạch lợi nhuận năm 2010. EPS 2010 ở mức cao khoảng 4.105 đồng/CP.

Dự kiến doanh thu và lợi nhuận năm 2011 tăng đáng kể. Dự án thu hồi khí CO2 sẽ phát huy toàn bộ hiệu quả trong năm 2011 (công suất nhà máy tăng thêm 60.000 tấn Urê/năm). Bên cạnh đó, lợi nhuận tiếp tục khả quan do nhà máy gần như hoàn toàn hết khấu hao, (công ty không phải trích khấu hao hơn 1.000 tỷ đồng/năm), từ đó làm giảm giá thành, sản phẩm cạnh tranh hơn so với các nhà cung cấp Urê khác) và lợi nhuận sẽ có mức tăng tốt.

Đối với mục tiêu dài hạn, DPM có kế hoạch mở rộng sản xuất và triển khai hàng loạt các dự án khác. Công ty đã tiến hành đầu tư và phát triển sản phẩm mới như NPK, Axit sulphuric và Sulfat amon và DAP, dự kiến khi các dự án này đi vào hoạt động sẽ giúp nâng cao sản lượng phân bón sản xuất trong nước đáp ứng nhu cầu phân bón tại Việt Nam.

Rủi ro. Bên cạnh tự sản xuất phân bón, DPM còn nhập khẩu phân bón cho hoạt động thương mại cũng như bình ổn giá trên thị trường. Do đó, rủi ro biến động tỷ giá, biến động giá lúa gạo thế giới và biến động giá dầu thô ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của công ty. Rủi ro kể đến đó là sự cạnh tranh với hàng giả trên thị trường và khả năng thừa cung khi hàng loạt các nhà máy sản xuất phân đạm mới sẽ đi vào hoạt động từ năm 2012.

CTCP PHÂN ĐẠM VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ

Lầu 5, Tòa nhà Gemadept, số 2bis – 4 – 6 Lê
Thánh Tôn, P.Bến Nghé, Q1

ĐT: (0660) 853 606

Fax: (0660) 853 608

Website: www.damphumy.vn

Thành lập Năm 2004
Cổ phần hóa Năm 2007
Nhân sự 1.666 người

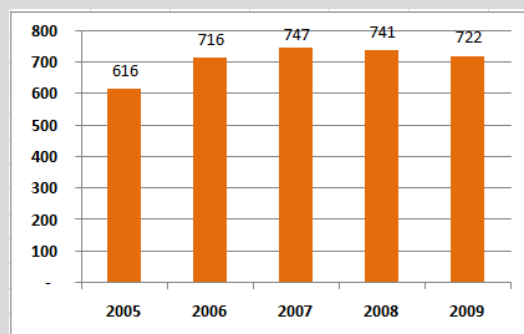
Quản trị - Điều hành

- Nguyễn Xuân Thắng, CT.HĐQT
- Nguyễn Đức Hòa, TV.HĐQT
- Nguyễn Thị Hiền, TV.HĐQT
- Phạm Đăng Nam, TV.HĐQT
- Bùi Quang Hưng, TV.HĐQT
- Phan Đình Đức, TGD

Công ty con và công ty liên kết

Tên	Vốn điều lệ	Sở hữu (%)
CT TNHH 1TV TM DV Phân bón và Hóa chất DK	500 tỷ	100
CT TNHH 1TV PB HC dầu khí Miền Trung	80 tỷ	100
CT TNHH 1TV PB HC dầu khí Miền Tây Nam Bộ	100 tỷ	100
CT TNHH 1TV PB HC dầu khí Đông Nam Bộ	85 tỷ	100
CT TNHH 1TV PB HC dầu khí Miền Bắc	65 tỷ	100
CTCP Bao bì Đạm Phú Mỹ	42 tỷ	51

Sản lượng urê Phú Mỹ tiêu thụ
(ngàn tấn)



Nguồn: BCTN DPM

CÔNG TY

DPM tiền thân là Công ty Phân đạm và Hóa chất Dầu khí, đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, bắt đầu đi vào hoạt động từ ngày 01/01/2004. Hiện tại, phần vốn Nhà nước tại Công ty do Tập Đoàn Dầu Khí Việt Nam nắm giữ, chiếm 61,37% vốn điều lệ. Công ty có 6 công ty con. DPM nhiệm vụ can thiệp vào việc điều chỉnh giá phân Ure trên thị trường nhằm bình ổn giá phân bón.

Hoạt động chính của công ty là sản xuất và kinh doanh phân đạm, ammoniac lỏng, khí công nghiệp và các sản phẩm hóa chất khác.

Hoạt động kinh doanh**Sản phẩm – năng lực sản xuất**

Phân ure: Công ty DPM có dây chuyền sản xuất phân đạm khép kín sử dụng khí thiên nhiên và không khí làm nguyên liệu cơ bản để sản xuất urê và amoniac. 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% cả nước.

Phân Ure là sản phẩm chính của công ty, doanh thu từ phân ure chiếm trên 95% tổng doanh thu hàng năm. Trên thị trường giá bán phân urê của DPM thấp hơn giá sản phẩm nhập khẩu 110-120 USD/tấn. Năng suất thiết kế của công ty vừa mới được tăng lên 800.000 tấn/năm (dự án thu hồi khí thải CO2 mới đi vào hoạt động).

Bên cạnh kinh doanh nguồn phân Ure tự sản xuất với tỷ suất lợi gộp 38%-45%, công ty còn nhập khẩu và kinh doanh một lượng lớn phân Ure do nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước lớn. Mặc dù tỷ suất lợi nhuận từ mảng kinh doanh này thấp (2%-5%), DPM vẫn tiếp tục nhập khẩu nhằm thực hiện nhiệm vụ bình ổn giá. Nguồn nhập khẩu chủ yếu từ Trung Quốc với sản lượng ure công ty nhập khẩu hàng năm khoảng 200-300 tấn.

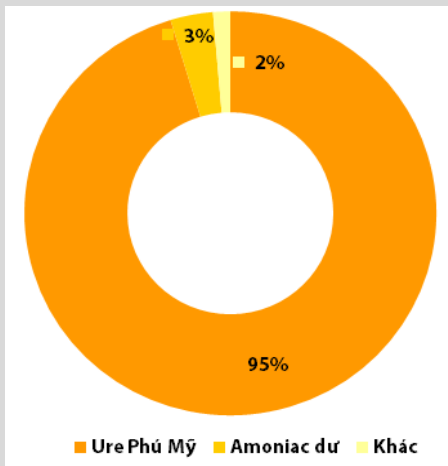
Khí lỏng amoniac: là sản phẩm phụ dư được sản xuất ra cùng phân Ure. Lượng Amôniac dư hàng năm của công ty khoảng 35.000 tấn/năm được bán cho các ngành công nghiệp và tiêu thụ lẻ với nhu cầu ổn định, đáp ứng 40% nhu cầu cả nước, đóng góp gần 4% trong tổng doanh thu của công ty. Hiện cả nước chỉ có công ty phân đạm và hóa chất Hà Bắc là sản xuất amôniac dạng lỏng, sản phẩm cùng loại với DPM.

Điện: là sản phẩm phụ dư ra thứ hai, một phần đảm bảo hoạt động sản xuất của công ty, phần còn lại được nhà máy hòa vào lưới điện quốc gia khoảng 20 MWh, doanh thu từ bán điện rất ít chỉ chiếm khoảng 1% tổng doanh thu.

Chi phí sản xuất

Chi phí nguyên vật liệu chủ yếu là chi phí mua khí tại bể Cửu Long và mỏ Nam Côn Sơn. Mức hao phí cho 1 tấn urê là 4,5 – 4,8 triệu BTU. Chi phí khí chiếm 52% trong tổng giá thành sản xuất (giá khí mua vào bình quân năm 2010 là 3,41 USD/MMBTU). Mặc dù giá bán khí tăng lên đáng kể dẫn tới chi phí nguyên liệu tăng nhưng do phí chi khấu hao giảm (toàn bộ NM khấu hao hết) nên lợi nhuận cũng không bị ảnh hưởng nhiều.

Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng khoảng 50% trong cơ cấu giá vốn của DPM. Tính

Cơ cấu doanh thu kinh doanh hàng hóa trong nước năm 2009

Nguồn: DPM, VDSC

tới 30/6/2010, nguyên giá TSCĐ đạt 5.694 tỷ đồng, đã khấu hao 5.199,4 tỷ đồng tức đã khấu hao hết 91%; giá trị còn lại đạt 494,7 tỷ đồng. Chi phí khấu hao của DPM giảm mạnh từ trên 1.000 tỷ đồng năm 2009 xuống còn hơn 600 tỷ đồng trong năm 2010. Đối với các hạng mục chính của nhà máy, cuối tháng 8/2010 là khấu hao xong.

Hiện tại thuế suất thuế TNDN của nhà máy sản xuất phân Ure là 7,5% kéo dài tới năm 2014. Đây là một lợi thế không nhỏ cho DPM.

Thị trường tiêu thụ và đối thủ cạnh tranh

Công ty là nhà sản xuất và phân phối phân bón hàng đầu trong nước, chiếm 50% thị phần tiêu thụ phân đạm và 40% nhu cầu khí ammoniac cả nước. Công ty hoạt động theo mô hình mẹ-con (công ty mẹ và 6 công ty con) tiêu thụ thông qua 58 đại lý gồm hơn 3.000 cửa hàng phân bố ở 8 tỉnh thành lớn trên cả nước, trong đó tập trung nhiều ở Hà Nội, TP. HCM, Bình Định và Cần Thơ. Hiện DPM đã xuất khẩu sản phẩm phân đạm Phú Mỹ sang Campuchia và đang đẩy mạnh việc tìm kiếm các thị trường tiềm năng trong khu vực.

Đối thủ cạnh tranh của công ty có thể kể đến là nhà máy Đạm Hà Bắc, công suất 170.000 tấn/năm và phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc. Do thị trường phân bón trong nước cung vẫn thấp hơn cầu nên trong giai đoạn này vẫn chưa có sự cạnh tranh thật sự. Cạnh tranh mà công ty gặp phải bắt đầu từ năm 2012, khi các nhà máy phân bón mới trong nước đi vào hoạt động.

Vị thế công ty

DPM được đánh giá là công ty có quy mô sản xuất lớn nhất trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh phân đạm Urê tại Việt Nam. Công suất sản xuất của DPM là 800.000 tấn/năm và nhà máy Đạm Hà Bắc là 170.000 tấn/năm.

Phân ure sản xuất trong nước chỉ đáp ứng khoảng 60% nhu cầu, trong đó DPM đáp ứng được 50% thị phần và Đạm Hà Bắc đáp ứng 8% nhu cầu của cả nước, phần còn lại phải nhập khẩu.

Lợi thế của DPM là có hệ thống phân phối sản phẩm qua các chi nhánh, đại lý rộng khắp cả nước và trạm trung chuyển, giúp cho công ty giảm chi phí vận chuyển cũng như chủ động cung cấp phân bón đến nông dân.

Tiềm năng tăng trưởng

Hiện nay, nhu cầu phân bón vẫn được duy trì ổn định. Theo đánh giá của Công ty, trong thời gian tới thị trường phân bón vẫn trong tình trạng cung không đủ cầu nên các công ty bên cạnh sản xuất còn phải nhập khẩu.

Công ty đẩy mạnh đa dạng hóa kinh doanh các mặt hàng khác bên cạnh sản phẩm chủ lực là phân Ure và amôniắc. Trong thời gian tới, để hướng tới sự tăng trưởng bền vững công ty đã tiến hành đầu tư và phát triển sản phẩm mới như NPK, Axit sulphuric và Sulfat amon, DAP.... thông qua các dự án như sau:

- Dự án cao ốc 43 Mạc Đình Chi với diện tích 1.000 m2 và vốn đầu tư 13 triệu USD. Công ty tham gia 33% trong dự án với mục đích khi dự án đi vào hoạt động công ty sẽ giảm chi phí thuê hội sở. Công ty đã góp 161 tỷ đồng. Dự kiến

cuối năm 2011 dự án sẽ đi vào hoạt động và sau 8 năm hoạt động công ty sẽ thu hồi vốn.

- Dự án Axit sulphuric và Sulfat amon với vốn đầu tư tương ứng là 20 triệu USD và 10 triệu USD, công suất tương ứng là 120.000 tấn/năm và 100.000 tấn/năm. Dự kiến đến năm 2013 dự án sẽ hoàn thành.
- Dự án NPK với vốn đầu tư 63 triệu USD tương đương 1.200 tỷ đồng. Nguồn vốn tài trợ cho dự án 60% vốn vay và 40% vốn CSH. Công suất 400.000 tấn/năm. Dự kiến hoàn thành trong Q1/2012. Khi dự án đi vào hoạt động sẽ giúp DPM chiếm lĩnh thị phần NPK trong nước.
- DPM còn một số dự án ngắn và trung hạn khác như dự án hợp tác sản xuất DAP tại Ma-rốc, dự án cảng Cái Cui ở Cần Thơ...

Như vậy, khi các dự án này đi vào hoạt động sẽ giúp nâng cao khả năng cung cấp sản lượng phân bón sản xuất đáp ứng nhu cầu phân bón tại Việt Nam.

Bên cạnh đó, nhằm đẩy mạnh hệ thống phân phối công ty đang tiến hành đầu tư nhiều kho, cảng từ Bắc vào Nam nhằm chuẩn bị thị trường. Tổng vốn đầu tư kho, cảng trong năm 2010 dự kiến là 700 tỷ đồng.

Đầu tư tài chính

Tính tới tháng 06/2010 công ty đã dành 453 tỷ đồng để đầu tư tài chính dài hạn. DPM đầu tư vào 2 công ty liên kết với tỷ lệ sở hữu 20%, tổng cộng 34 tỷ đồng. Ngoài ra công ty còn đầu tư dài hạn khác tổng cộng 419 tỷ đồng. Trong đó:

- Góp vốn vào dự án cao ốc văn phòng tại 43 Mạc Đình Chi (dự án này Công ty góp vốn cùng 02 công ty khác là PV Oil và Tổng Cty TC Dầu khí, mỗi thành viên chiếm 33,3% vốn), công ty đã góp 182 tỷ đồng.
- Góp vốn vào công ty CP Hóa dầu và Xơ sợi tổng hợp PetroVietnam- Vinatec Đình Vũ, công ty đã góp được 215 tỷ đồng.

Trong tương lai, DPM sẽ tham gia tổ chức vận hành và kinh doanh sản phẩm Đạm Cà Mau và sẽ không mua lại dự án, do vậy, chi phí đầu tư của DPM sẽ không biến động nhiều. Tuy nhiên, có thể DPM sẽ xem xét mua một phần cổ phần trong dự án khi dự án đi vào hoạt động và được cổ phần hoá.

Rủi ro kinh doanh

Về nguyên vật liệu cho quá trình sản xuất phân Ure, trong thời gian tới, nhà máy được khấu hao hết, công ty sẽ không được ưu đãi về giá khí như trước, do đó, chi phí giá vốn sẽ tăng lên làm giảm lợi thế cạnh tranh của sản phẩm.

Đối với mảng kinh doanh phân bón nhập khẩu, thì rủi ro về giá quan trọng nhất vì phân bón là mặt hàng đặc biệt chịu sự chi phối từ giá thị trường thế giới cũng như có quan hệ chặt chẽ với giá dầu mỏ và lúa gạo thế giới. Ngoài ra, do đặc thù là công ty nhập khẩu phân bón nên rủi ro biến động tỷ giá cũng cần được quan tâm.

Về thị trường tiêu thụ, sản phẩm của công ty chịu sự cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc (Trung Quốc hạ thấp thuế xuất khẩu phân bón), các loại phân bón giả tràn lan trên thị trường mà còn cạnh tranh với các nhà máy sản xuất

Khả năng sinh lợi

	2008	2009	6T/2010
LN Gộp/DT	28,6%	29,9%	36,4%
LN HĐKD/DT	21,7%	21,2%	30,6%
LNST/DT	21,4%	20,5%	27,4%
ROE	30,4%	24,5%	
ROA	26,7%	21,4%	

Nguồn: DPM, VDSC

Chỉ số sinh lợi một số công ty trong ngành năm 2009

Công ty	Net Margin	ROA	ROE
DPM	20,2%	21,2%	24,4%
TSC	1,1%	3,2%	15,2%
HSI	1,8%	2,1%	12,2%

Nguồn: VDSC

Khả năng thanh toán và cấu trúc tài chính

	2008	2009	6T/2010
Khả năng thanh toán			
Thanh toán hiện hành	6,1%	6,8%	6,0%
Thanh toán nhanh	3,6%	5,8%	5,1%
Thanh toán tiền mặt	2,1%	5,3%	4,8%
Cấu trúc tài sản			
Hàng tồn kho/TTS	21,4%	9,0%	10,0%
TSCĐ/TTS	36,6%	27,1%	21,1%
ĐTTC dài hạn/TTS	4,0%	7,1%	7,4%
Cấu trúc vốn			
Tổng nợ/TTS	8,7%	12,5%	15,1%
Nợ vay/TTS	0,1%	3,9%	3,9%

Nguồn: DPM, VDSC

mới sản xuất đậm dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ năm 2012.

Tình hình tài chính

Chỉ tiêu tăng trưởng: Mặc dù nền kinh tế suy thoái trong giai đoạn từ năm 2007-2009, doanh thu của DPM tăng trưởng bình quân lần lượt là 32%. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng doanh thu đang có xu hướng giảm dần. Kết thúc năm 2009, doanh thu đạt 6.630 tỷ đồng tăng 2,4% so với năm 2008 và lợi nhuận sau thuế đạt 1.357 tỷ đồng, tăng trưởng âm so với năm 2008 trong bối cảnh khó khăn của ngành.

Ước tính đến cuối tháng 9/2010, DPM tiêu thụ 580 tấn Ure, sản xuất 595 tấn, doanh thu đạt khoảng 4.600 tỷ đồng, tương đương 82% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt 1.250 tỷ vượt 243 tỷ đồng so với kế hoạch. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đến thời điểm này được hỗ trợ bởi cả yếu tố tăng giá bán và cơ cấu tiêu thụ sản phẩm thay đổi (do DPM đã giảm tỷ trọng hàng nhập khẩu, ưu tiên kinh doanh hàng tự sản xuất).

Khả năng sinh lợi

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2007-2009 duy trì ổn định quanh 30% mỗi năm. Đây là mức sinh lợi cao đối với một doanh nghiệp sản xuất. Tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu 6T/2010 là 36,4% cải thiện đáng kể so với mức 29,9% năm 2009, do công ty đẩy mạnh kinh doanh phân Ure tự sản xuất.

So với các công ty cùng ngành, tỷ suất sinh lời ROE và ROA của DPM ở mức khá cao. Trong năm 2009 ROA, ROE lần lượt đạt 21,4% và 24,5% giảm so với năm 2008. Chúng tôi cho rằng, chỉ số này sẽ cải thiện tốt hơn trong năm nay và những năm tiếp do chi phí khấu hao của nhà máy Phú Mỹ gần như bằng không.

Khả năng thanh toán và cấu trúc tài chính

Hàng tồn kho đến cuối T6/2010 là 693 tỷ đồng, chiếm 10% trên tổng tài sản. Hiện DPM tiếp tục duy trì sản xuất ổn định, luôn đảm bảo lượng dự trữ tối thiểu là 70.000 tấn Urea Phú Mỹ trong kho để sẵn sàng đáp ứng theo nhu cầu thị trường. Dự tính, tổng nhu cầu cho vụ Đông Xuân 2011 trên toàn quốc vào khoảng 600.000 tấn đạm.

Nguyên giá TSCĐ tính tới 30/6/2010, đạt 5.694 tỷ đồng, đã khấu hao 5.199,4 tỷ đồng tức đã khấu hao hết 91%; giá trị còn lại đạt 494,7 tỷ đồng. Hàng năm DPM khấu hao TSCĐ khoảng 1.000 tỷ đồng. Như vậy, DPM sẽ khấu hao hết TSCĐ trong Q4/2010.

Vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng chủ yếu trong nguồn vốn, chiếm 91% tổng vốn, khả năng thanh toán của công ty rất tốt (năm 2009 các chỉ số thanh toán trên 5%). Tỷ số nợ vay/tổng tài sản tới thời điểm cuối T6/2010 là 3,9% không đổi so với năm 2009, chủ yếu là các khoản vay dài hạn. Với năng lực tài chính mạnh giúp công ty có thể đảm bảo tỷ lệ vay thấp không chịu rủi ro về chi phí lãi vay.

DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ**Dự phóng****Doanh thu:**

Sau một thời gian chững lại do tình hình thời tiết không thuận lợi, hiện tại thị trường phân bón trong nước đã có những dấu hiệu tích cực, nhu cầu sử dụng phân bón bắt đầu tăng do đã vào mùa vụ Vụ đông xuân và bắt đầu có mưa. Bên cạnh đó khả năng sản lượng phân Ure sản xuất có khả năng tăng 10.000 tấn trong Q4/2010 do nhà máy hoàn thành nâng công suất lên 60.000 tấn Ure/năm. Việc hệ thống thu hồi khí thải CO₂ đi vào hoạt động sớm hơn so với kế hoạch sẽ góp phần không nhỏ đảm bảo sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của DPM trong năm 2010.

Chỉ tiêu	2010
Doanh thu Phân Ure sản xuất (triệu)	4.788.000
- Sản lượng (tấn)	760.000
- Giá bán (đồng/tấn)	6.300.000
Doanh thu Phân Ure nhập khẩu	1.575.000
- Sản lượng (tấn)	250.000
- Giá bán (đồng/tấn)	6.300.000
Doanh thu Ammoniac	161.000
- Sản lượng (tấn)	23.000
- Giá bán (đồng)	7.000.000
Doanh thu điện	7.000.000
Doanh thu khác	170.000.000

Dự kiến giá bình quân năm 2010 nằm ở mức 6.300 đồng/kg (Giá bán bình quân 6 tháng đạt 6.200 đồng/kg). Dự phóng giá bán phân Ure trong các năm tới khó tăng, duy trì ở mức hiện tại.

Trên cơ sở đó, người phân tích ước tính, trong năm 2010 doanh thu của công ty đạt 6.700 tỷ đồng. Trong đó, tỷ trọng các mảng kinh doanh năm 2010 sẽ có những thay đổi đáng kể: Doanh thu sản xuất đạm Urê trong nước sẽ chiếm khoảng 71% tổng doanh thu, doanh thu đạm nhập khẩu chiếm 24% doanh thu, các sản phẩm còn lại chiếm 5% tổng doanh thu.

Giá vốn hàng bán. Dự kiến chi phí giá vốn hàng bán trong năm 2010 tăng do chi phí mua khí dự kiến tăng 60% so với năm 2009 (tương đương chi phí tăng khoảng 500 tỷ đồng). Tuy nhiên, do DPM hoàn thành việc khấu hao nên chi phí khấu hao giảm được 400 tỷ đồng. Giá khí đầu vào dự kiến trong giai đoạn 2011-2014 tăng 2%/năm.

Lợi nhuận gộp: Mặc dù giá khí tăng nhưng do chi phí khấu hao cũng giảm nên tỷ suất lợi nhuận gộp không bị ảnh hưởng nhiều. Tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm 2010 vào khoảng 32%.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp: Dự kiến 2 khoản chi phí này sẽ tương đương với mức 4,4% và 4,2% của năm 2009. Dự kiến, các năm sau hai khoản chi phí này tiếp tục duy trì ở mức này.

Chi phí lãi vay: công ty đang vay khoản ngoại tệ là 23,9 triệu USD đầu tư dự án thu hồi khí CO2. Chi phí lãi vay thấp do công ty vay ưu đãi lãi suất từ chương trình kích thích kinh tế của Chính phủ.

Chi phí thuế TNDN: Hoạt động kinh doanh phân đạm sản xuất tại nhà máy Đạm Phú Mỹ được hưởng thuế suất TNDN ưu đãi 15%/năm. DPM được hưởng lợi từ thuế suất ưu đãi giảm 50% từ đây đến năm 2014.

Lợi nhuận: Trên cơ sở những dự phóng trên, lợi nhuận sau thuế năm 2010 của DPM được dự phóng đạt khoảng 1.560 tỷ đồng. Do đó, EPS năm 2010 đạt ở mức 4.105 đồng/CP.

Bảng cân đối kế toán

Công ty có tiền và các khoản tương đương tiền nên không phải chịu áp lực về vốn cho các dự án DPM đang triển khai. Dự kiến trong thời gian tới công ty vẫn duy trì tỷ lệ nợ thấp.

Hàng tồn kho, các khoản phải thu và khoản phải trả được dự báo sẽ tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng doanh thu.

Định giá

Phương pháp so sánh P/E

Trailing P/E của ngành hiện nay là 8,3 lần dựa trên số liệu ước tính của các công ty trong cùng ngành. Do đó, chúng tôi sử dụng P/E ngành cho DPM, đây là mức thận trọng đối với một công ty lớn nhất trong ngành, tăng trưởng ổn định.

Chiết khấu dòng tiền

Phương pháp được lựa chọn để định giá cổ phiếu DPM là phương pháp FCFF với chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) giai đoạn 2010 - 2014 là 16,3%, từ 2014 trở đi là 14,2% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 4,4%/năm.

Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp chiết khấu dòng tiền được sử dụng dựa trên các dự phóng tài chính mà chúng tôi đã có sự cân nhắc cẩn trọng. Khi sử dụng phương pháp P/E, chúng tôi đã dùng các công ty có hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh hóa chất để so sánh. Giá trị của DPM được chúng tôi xác định vào khoảng 37.000 đồng/cổ phần.

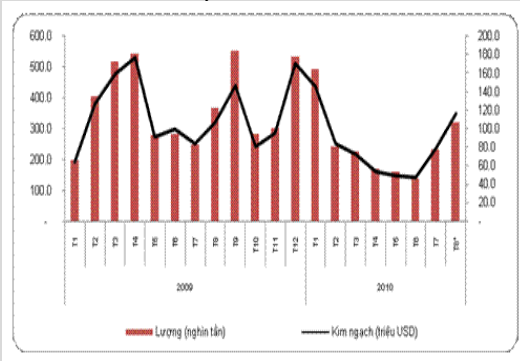
Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	39.258	50%	19.629
P/E	34.891	50%	17.446
Giá bình quân		100%	37.075

Trailing P/E ngành

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Trailing P/E
HSI	118,6	7,4
SPC	264,1	17,1
CPC	73,1	7,0
HAI	464,0	6,8
Bình quân	919,8	8,3

Nguồn: VDSC

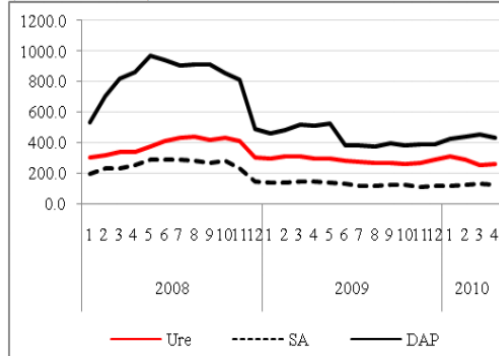
Sản lượng và kim ngạch nhập khẩu giai đoạn 2009-2010



Nguồn: Agromonitor tổng hợp từ số liệu của Tổng cục Hải Quan
(Tháng 8*: Số liệu ước tính của tổng cục thống kê.)

Giá nhập khẩu trung bình các loại phân bón từ thị trường Trung Quốc theo tháng năm 2008-2010

(USD/tấn, DAF)



Nguồn: Agromonitor

SƠ LƯỢC NGÀNH SẢN XUẤT PHÂN BÓN

Tình hình tiêu thụ phân bón trong nước trong 8 tháng năm 2010

Thời gian vừa qua thị trường phân bón trong nước có những biến động khá phức tạp. Giá liên tục tăng nhanh trong thời gian ngắn và chưa có dấu hiệu dừng lại khiến nhiều doanh nghiệp không dám đẩy mạnh việc bán ra khiến giá càng tăng cao. Nguyên nhân chủ yếu có lẽ do giá phân bón tại thị trường thế giới thời điểm vừa qua đã tăng cao, giá phân bón trong nước lại liên tục ở mức thấp trong một thời gian dài, tỷ giá ngoại tệ biến động phức tạp, lãi suất VNĐ cao khiến cho các doanh nghiệp không dám nhập khẩu nhiều.

Bên cạnh đó, cuối tháng 4 vừa qua, Trung Quốc - nước cung cấp 1/4 lượng phân bón toàn thế giới - đột ngột tăng thuế suất từ 35% lên 135%, đẩy giá phân bón trong nước tăng thêm từ 25% - 30%. Bên cạnh đó, Bộ Tài chính vừa ban hành thông tư, một số loại phân bón hiện có thuế nhập khẩu ưu đãi là 5% sẽ tăng lên 6,5%, đã góp phần đẩy giá phân trong nước tăng.

Tính chung 8 tháng so với cùng kỳ, phân urê ước đạt 655 nghìn tấn, tăng 0,1%, phân lân tăng 1,8%, phân NPK giảm 2,7%. Giá phân urê trên thị trường khá ổn định từ 6.000 - 6.500 đồng/kg. Theo dự kiến năm 2010, cả nước sẽ tiêu thụ khoảng 8,9 triệu tấn phân bón các loại, trong đó sản xuất đạt 5,8 triệu tấn, tăng gần 20% và nhu cầu nhập khẩu khoảng 3,1 triệu tấn, giảm hơn 10% so năm 2009.

Nguồn cung nhập khẩu phân bón trong 9 tháng năm 2010

Phân bón là một trong các mặt hàng nhập khẩu chủ chốt với kim ngạch lớn. Do đó, biến động về mặt hàng phân bón trên thị trường thế giới sẽ ảnh hưởng không nhỏ tới thị trường phân bón nội địa.

Lượng phân bón các loại nhập khẩu trong tháng 9 ước đạt 300 ngàn tấn, trong đó: Ure là 100 ngàn tấn, SA – 20 ngàn tấn, DAP – 1.360 ngàn tấn, NPK– 35 ngàn tấn. Tính chung 9 tháng đầu năm 2010 ước đạt 2,42 triệu tấn với trị giá 733 triệu USD, xấp xỉ 2/3 về lượng và giá trị so với cùng kỳ năm trước. Hai nguồn nhập khẩu lớn nhất là Trung Quốc chiếm tỷ trọng 39,0 %, tiếp theo là Nga – 15,6%.

Dự báo ngành phân bón những tháng cuối năm 2010

Nguồn cung phân bón sản xuất trong nước năm 2010 vừa được bổ sung 10.000 tấn Ure trong Q4/2010 khi Nhà máy Đạm Phú Mỹ (năng công suất từ 740.000 tấn/năm lên 800.000 tấn/năm) nhờ triển khai dự án thu hồi CO2 từ khói thải để sản xuất phân đạm.

Theo Hiệp hội Phân bón Việt Nam, vào vụ Đông Xuân sắp tới, mức tiêu thụ các loại phân bón sẽ tăng mạnh, dự kiến nhu cầu tăng lên khoảng 450.000 tấn, các loại phân bón khác cũng sẽ tăng theo. Dự kiến tình trạng căng thẳng về phân bón sẽ còn kéo dài hết năm 2010.

Theo nhận định của Agromonitor do nhiều yếu tố tác động như tỷ giá USD/VND, NDT/VND và thuế nhập khẩu phân bón nội địa tăng lên khiến nguồn cung giảm xuống trong trung và dài hạn. Điều này kéo theo giá phân bón cũng sẽ tăng lên do những khó khăn từ hoạt động nhập khẩu và nhu cầu tiêu thụ trong nước tăng.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 19/10/10 (tỷ VND)	DT 2009 (tỷ VND)	LNST 2009 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV 30/06/10 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 30/06/10 (x)	6T/2010			
								Doanh thu	%KH	LNST	%KH
								(tỷ VND)		(tỷ VND)	
DPM	13.227,1	6.674,0	1.348,3	3.920	15.435	8,9	2,3	3.319,0	58,8%	902,1	89,6%
TSC	138,8	2.619,9	29,3		22.575		0,7	896,7	35,9%	-63,13	
HSI	118,0	899,7	16,0	2.030	13.130	5,8	0,9	327,3	27,3%	7,46	36,0%

Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp

PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010E
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)				
Doanh thu	3.779,0	6.475,4	6.630,1	6.696,4
Lợi nhuận HĐKD	1.266,9	1.405,3	1.406,1	1.587,0
Lợi nhuận trước thuế	1.329,7	1.500,9	1.519,7	1.744,2
Lợi nhuận sau thuế	1.329,5	1.383,9	1.357,4	1.559,9
EBIT	1.411,2	1.531,9	1.535,7	1.761,4
EBITDA	2.500,2	2.610,9	2.573,7	595,3
Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)				
Tiền mặt	472,4	377,7	2.906,1	4.323,6
Tài sản ngắn hạn	2.467,6	2.692,5	3.866,9	5.262,6
Tài sản cố định	3.271,0	2.499,9	2.484,3	1.772,6
Tổng tài sản	5.738,5	5.192,4	6.351,2	7.035,2
Tổng nợ vay	580,1	7,1	245,0	245,1
Tổng nợ	1.361,4	450,9	794,3	778,9
Vốn chủ sở hữu	4.370,7	4.687,8	5.487,9	6.219,2
Tốc độ tăng trưởng (%)				
Doanh thu		71,3%	2,4%	1,0%
Lợi nhuận trước thuế		12,9%	1,3%	14,8%
Lợi nhuận sau thuế		4,1%	-1,9%	14,9%
Tổng tài sản		-9,5%	22,3%	10,8%
Vốn chủ sở hữu		7,8%	17,3%	12,6%
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	39,2%	28,6%	29,9%	32,0%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	35,2%	23,2%	22,9%	26,0%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	35,2%	21,4%	20,5%	23,3%
ROA	23,2%	26,7%	21,4%	22,2%
ROE	30,4%	29,3%	24,5%	25,0%
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay Tổng tài sản	0,7	1,2	1,0	1,0
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	0,9	1,4	1,2	1,1
Vòng quay các khoản phải thu	63,5	11,3	34,6	33,3
Vòng quay hàng tồn kho	5,7	4,2	8,2	8,3
Vòng quay các khoản phải trả	2,9	10,6	8,6	8,8
Khả năng thanh toán (lần)				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,8	6,1	6,8	9,6
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	3,6	5,8	8,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,4	2,1	5,3	7,9
Cấu trúc vốn (%)				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	31,1%	9,6%	14,3%	12,5%
Nợ vay / Tổng tài sản	10,1%	0,1%	3,9%	3,5%
Tổng nợ / Tổng tài sản	23,7%	8,7%	12,5%	11,1%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành

Loại báo cáo

Khuyến nghị

Giá tại ngày phát hành

Giá định giá

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 cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.

- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.

- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.

- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

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, Satra, 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 Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

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. VDSC 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 VDSC 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 VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC, 2010.**