

VIET THANH SECURITIES

BÁO CÁO PHÂN TÍCH - DPM



| KHUYẾN NGHỊ | GIÁ HIỆN TẠI | GIÁ MỤC TIÊU | PHƯƠNG THỨC ĐẦU TƯ |
|-------------|---------------|---------------|--------------------------------|
| MUA | 34,700 | 44,000 | TRUNG - DÀI HẠN (trên 6 tháng) |

NGÀNH: HÓA CHẤT

SÀN: HOSE

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | | | | | | | |
|---------------------|------------------------|----------|---------------|-------------|-------------------------|-------------------|------------------|
| Biên độ giá 52 tuần | 26,700 – 44,700 | EPS 2010 | 4,482 | ROA 2010 | 24.74% | Sở hữu nhà nước | 60.05% |
| Ngày GD đầu tiên | 05/11/2007 | BV 2010 | 16,300 | ROE 2010 | 29.16% | Sở hữu nước ngoài | 25.93% |
| Số CP lưu hành | 377,647,740 | P/E | 7.74 | Cổ tức 2010 | 20%TM | KL GD BQ* | 312,115 |
| Vốn hóa thị trường | 13,633.08 | P/B | 2.13 | Beta: | 1.3 | GD ròng NN* | 1,545,620 |

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Nhà máy DPM là một trong 2 nhà máy sản xuất phân đạm có công suất lớn nhất cả nước hiện nay (800,000 tấn urê/năm). Với công nghệ máy móc và dây chuyền sản xuất hiện đại, khép kín, đồng bộ của Châu Âu nên tiết kiệm nguyên liệu và điện năng trong quá trình sản xuất.
- Ngành nghề trọng điểm của quốc gia nên nguồn khí nguyên liệu đầu vào luôn được đáp ứng đủ cho công suất hoạt động tối đa của nhà máy. Đồng thời, dễ dàng hơn trong việc thu xếp ngoại tệ để nhập khẩu phân bón.
- Hoạt động kinh doanh tăng trưởng cao và ổn định qua các năm (Giai đoạn 5 năm 2006 – 2010, tăng trưởng bình quân doanh thu thuần đạt 23.5%; lợi nhuận gộp đạt mức 26.5%; lợi nhuận sau thuế đạt 17.8%) mặc dù nền kinh tế tài chính trong nước và thế giới gặp phải suy thoái. Chỉ số tài chính ở mức an toàn và có tốc độ tăng trưởng cao. Với quy mô vốn chủ sở hữu (6,193.8 tỷ đồng) và tổng tài sản (7,418.6 tỷ đồng) lớn tuy nhiên tỷ suất sinh lợi của DPM luôn được duy trì ở mức cao, bình quân trong 4 năm ROE đạt 25% – 30% và ROA đạt 21% – 27%.
- Dòng tiền hàng năm (tính từ 2011 về sau) DPM thu về 2,100 tỷ đồng (1,400 tỷ đồng lợi nhuận và 700 tỷ đồng khấu hao), điều này giúp cho tình hình tài chính của Công ty luôn an toàn, không chịu áp lực từ nợ vay và đồng thời tạo điều kiện thuận lợi cho các dự án đầu tư mới. Chưa kể đến khoảng tiền mặt khoảng 3,748 tỷ trong năm 2010. Cho thấy tiềm lực tài chính của DPM là rất dồi dào.
- Thuế thu nhập doanh nghiệp được ưu đãi giảm 50% đến 2014 với mức chung của dòng đời nhà máy là 15%/năm (Miễn thuế trong 4 năm đầu có lãi và giảm 50% đến 2014).
- Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính, DPM đã và đang triển khai một số dự án như: Dự án tòa nhà văn phòng 43 Mạc Đĩnh Chi (hiện DPM đã sở hữu 100% sau khi mua lại từ PVFC và PV Oil); nâng công suất nhà máy sản xuất amoniac lên 450.000 tấn/năm; dự án Glyphosate và dự án phân phối sản phẩm Đạm Cà Mau sẽ giúp DPM giữ vững vị trí số 1 và hướng tới xuất khẩu sang các nước trong khu vực Đông Nam Á.

DIỄN BIẾN GIÁ (trong 1 năm)



THÔNG TIN TÀI CHÍNH

| Tỷ VNĐ | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Doanh thu thuần | 6,475.4 | 6,630.0 | 6,618.8 |
| Lợi nhuận gộp | 1,851.2 | 1,985.2 | 2,382.7 |
| Lợi nhuận thuần HĐKD | 1,494.9 | 1,506.6 | 1,903.0 |
| Lợi nhuận sau thuế (DPM) | 1,383.9 | 1,348.3 | 1,703.2 |
| EPS (ngàn VNĐ) | 3,642 | 3,557 | 4,482 |
| Tổng tài sản | 5,192.4 | 6,351.2 | 7,418.6 |
| Nợ phải trả | 450.9 | 841.8 | 1,188.4 |
| Vốn chủ sở hữu | 4,719.4 | 5,487.9 | 6,193.8 |
| Cổ tức | 20% TM | 20% TM | 20% TM |
| Giá trị sổ sách | 12,477 | 14,442 | 16,299 |

*3 tháng gần nhất



TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Ngành nghề kinh doanh chính:

- Sản xuất, kinh doanh phân đạm, amoniac hóa lỏng, khí công nghiệp, các sản phẩm hóa chất khác;
- Các dịch vụ kỹ thuật trong sản xuất, kinh doanh phân đạm và các sản phẩm hóa chất khác có liên quan (trừ hóa chất độc hại);
- Sản xuất kinh doanh điện;
- Kinh doanh các ngành nghề khác phù hợp pháp luật.

Sản phẩm kinh doanh:

- Phân urê:** là sản phẩm chính của Công ty với công suất 800,000 tấn/năm. Doanh thu hàng năm chiếm trên 95% tổng doanh thu và giá bán dao động thấp hơn giá urê nhập khẩu trên thị trường từ 0 – 5%.
- Khí Amoniac lỏng:** là sản phẩm phụ dư ra từ việc sản xuất urê. Trong năm 2010, sản xuất được 28,252 tấn (đạt 113% KH) và tiêu thu được 24,605 tấn (đạt 98% KH) do đáp ứng cho việc tăng công suất của nhà máy. Hàng năm đáp ứng khoảng 30% nhu cầu cả nước.
- Điện:** cũng là sản phẩm phụ dư ra hàng năm, hoà vào lưới điện quốc gia khoảng 20MWh.
- XNK và kinh doanh khác:** Trong năm, DPM nhập khẩu 144,313 tấn phân bón các loại (đạt 96% KH do nguồn cung trong nước đã đáp ứng nhu cầu). Sản lượng kinh doanh đạt 264,939 tấn đạt 104% KH năm.

Công nghệ máy móc hiện đại

Nhà máy Đạm Phú Mỹ bao gồm 2 dây chuyền sản xuất: dây chuyền sản xuất amoniac dạng lỏng với công suất 450 ngàn tấn/năm dùng phục vụ cho sản xuất urê và dây chuyền sản xuất urê với công suất 800 ngàn tấn/năm. Đây là nhà máy đi theo quy trình khép kín, công nghệ sản xuất amoniac của hãng Topsoe – Đan Mạch và sản xuất urê của Snamprogetti – Italia.

Hệ thống phân phối rộng lớn

DPM đã triển khai xây dựng hệ thống kinh doanh, phân phối các sản phẩm của Công ty trên cả nước gồm 10 cửa hàng phân bón hóa chất Dầu khí, 57 đại lý, 28 cửa hàng Cấp 1 và 2,793 cửa hàng Cấp 2.

Đảm bảo cung cấp trên 50% nhu cầu urê trong nước, tham gia tích cực trong chính sách bình ổn giá phân bón.

Hệ thống quản trị hiện đại ERP

DPM áp dụng hệ thống quản trị tài nguyên doanh nghiệp ERP từ đầu năm 2011, hướng tới mục tiêu quản lý chặt chẽ và kịp thời cung cấp sản phẩm đến từng đại lý, vùng miền.

Cơ cấu nhân sự

Là điểm tương đối đặc biệt khi PVN áp dụng chính sách điều chuyển cán bộ cấp cao tại DPM. Hàng năm thì chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc Công ty sẽ được thay đổi. Tính đến thời điểm hiện tại, từ giai đoạn DPM bắt đầu cổ phần hóa thì đã có 3 đời Chủ tịch và Tổng giám đốc.

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

TỔNG CÔNG TY CP PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ - DPM

Địa chỉ: Lầu 3, Tòa nhà Gemadept, Số 6 Lê Thành Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp.HCM.

Điện thoại: 08 38 256 258

Fax: 08 38 256 269

Website: www.dpm.vn

Danh sách theo TTLK CKVN lập ngày 28/02/2011

| CƠ CẤU SỞ HỮU | Số CP nắm giữ | Tỷ lệ |
|---------------|---------------|--------|
| Trong nước | 282,104,896 | 74.70% |
| - Tổ chức | 261,923,384 | 69.36% |
| - Cá nhân | 20,181,512 | 5.34% |
| Nước ngoài | 95,542,844 | 25.30% |
| - Tổ chức | 94,533,036 | 25.03% |
| - Cá nhân | 1,009,808 | 0.27% |
| Tổng | 377,647,740 | 100% |

CHI TIẾT CỔ ĐÔNG

HDQT/Ban Giám đốc

| | | |
|-------------------------|------------|------|
| Bùi Minh Tiến – CT HDQT | 77,404,253 | PVN |
| Cao Hoài Dương – TGD | 55,100,000 | PVN |
| Nguyễn Thị Hiền – PCT | 55,100,000 | PVN |
| Nguyễn Đức Hòa – TV | 45,600,000 | PVN |
| Bùi Quang Hưng – TV * | 6,189,460 | PVFC |

Cổ đông lớn (>5%)

| | | |
|------------------------------|-------------|--------|
| TĐ Dầu Khí VN – PVN | 233,204,253 | 61.37% |
| Deutsche Bank AG London * | 19,074,040 | 5.02% |

(*): tính đến thời điểm 19/4/2011 thì PVFC đã giảm tỷ lệ sở hữu xuống còn 3,920,230 CP và Deutsche Bank giảm còn 18,195,660 CP (4.79%).

ĐƠN VỊ THÀNH VIÊN

| Công ty con | Vốn - % SH |
|--|-------------|
| 1 CT CP PB&HC DK Miền Bắc – 65 (100%) | 120 (75%) |
| 2 CT CP PB&HC DK Miền Trung - 80 (100%) | 100 (75%) |
| 3 CT CP PB&HC DK Đông Nam Bộ - 80 (100%) | 125 (75%) |
| 4 CT CP PB&HC DK Tây Nam Bộ - 100 (100%) | 170 (75%) |
| 5 CT TNHH MTV TM-DV PB&HC Dầu khí | 500 (100%) |
| 6 CT CP Bao bì Đạm Phú Mỹ | 42 (51%) |
| 7 CT CP Quản lý và Phát triển nhà DKMN | 55 (75%) |
| Công ty liên kết | Vốn - % SH |
| 1 TCT CP Dung dịch Khoan và Hóa phẩm DK | 350 (8.25%) |
| 2 CT CP Hóa dầu và Xơ sợi DK | 1,800 (15%) |
| 3 CT CP CNTT, VT và tự động hóa DK | 36 (10%) |
| 4 CT CP Thể thao văn hóa DK | 10 (10%) |
| 5 CT CP Phát triển đô thị DK | 100 (20%) |
| 6 CT CP Bao bì DK VN | 25 (19%) |

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu thuần giai đoạn 2008 – 2010 khá ổn định do công suất nhà máy đã được sử dụng tối đa, đồng thời nhu cầu phân đạm trong nước không có đột biến khi bối cảnh kinh tế đang trong giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng.

Lợi nhuận gộp tăng trưởng khá mạnh bình quân trong 3 năm này là 17.42% do khấu hao giảm dần trong giai đoạn cuối dòng đời nhà máy DPM. Mặc dù PVN đã tăng giá khí đầu vào từ 2.2 USD/triệu BTU lên 3.55 USD/triệu BTU trong năm 2010.

Lợi nhuận ròng 2010 tăng 26.3% so với 2009 dù cho nhiều khó khăn về thiên tai, giá dầu tăng cao cũng như các chính sách vĩ mô của Chính phủ. Tuy nhiên, giá phân bón thế giới tiếp tục giữ ở mức cao đã góp phần mang lại thành công này cho DPM.

Kết quả hoạt động kinh doanh ấn tượng đồng thời không thực hiện dự án mua lại Đạm Cà Mau đã giúp DPM luôn có khoản tiền mặt cao (3,748 tỷ đồng vào 31/12/2010). Trong năm 2010, Công ty đã thu về 339 tỷ đồng tiền lãi từ việc gửi ngân hàng trong tổng số 343 tỷ doanh thu hoạt động tài chính.

CƠ CẤU DOANH THU

Cơ cấu doanh thu có sự biến động theo từng năm, chủ yếu là giữa 2 sản phẩm phân urê sản xuất tại nhà máy và phân bón nhập khẩu các loại. Trong năm 2007 là giai đoạn đầu trong quá trình nhập khẩu để phục vụ nhu cầu trong nước nên sản lượng tiêu thụ của phân nhập khẩu khá thấp chỉ chiếm khoảng 6.1% trong cơ cấu tổng doanh thu.

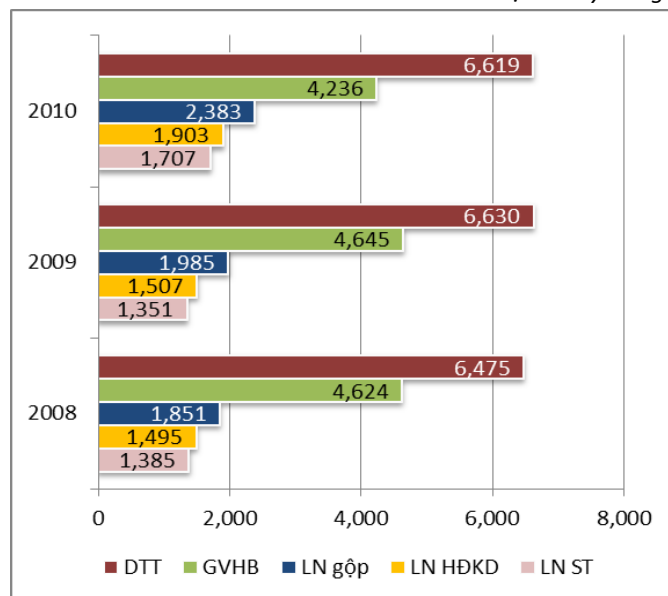
Từ 2008 trở đi, với chính sách bình ổn giá của Chính phủ, sản lượng phân bón hàng năm nhập khẩu trung bình của Công ty khoảng 170 – 250 ngàn tấn, và tiêu thụ sẽ dựa trên nhu cầu trong nước cũng như biến động giá phân bón quốc tế.

Trong năm 2010, thì dự án thu hồi khí CO₂ đã được đưa vào hoạt động giúp công suất nhà máy tăng thêm 60,000 tấn/năm, đã hạn chế được sản lượng phân urê nhập khẩu (doanh thu NK chỉ còn 23% so với 38.9% trong năm 2009).

Ngoài sản phẩm chính là phân bón, doanh thu từ kinh doanh amoniac dư hàng năm dao động từ 2% - 2.8% tổng doanh thu thuần của DPM (Năm 2010 thu về 186.9 tỷ đồng). Doanh thu từ điện, bao bì và doanh thu khác chiếm tỷ lệ khá nhỏ (DT điện chiếm từ 0.1% - 0.4%, DT khác chiếm khoảng 0.4% - 2.0%).

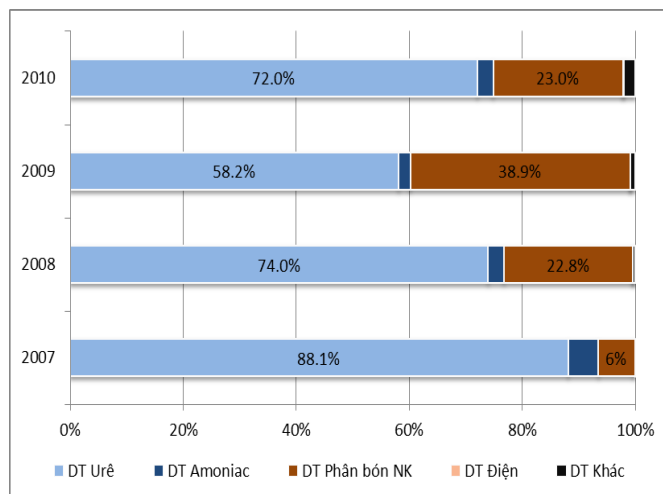
Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính ổn định, DPM có thêm 1 nguồn thu dồi dào và tăng trưởng hàng năm từ khoảng tiền gửi (chiếm đa số là các khoản gửi ngắn hạn với kỳ hạn từ 1 đến 3 tháng).

Đơn vị tính: tỷ đồng



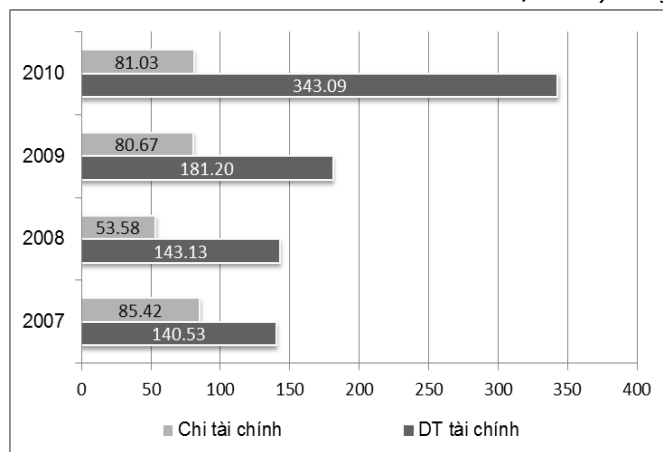
Nguồn: BCTC đã kiểm toán DPM

Biểu đồ Cơ cấu Doanh thu thuần



Biểu đồ doanh thu và chi phí hoạt động tài chính

Đơn vị tính: tỷ đồng



Nguồn: BCTC đã kiểm toán DPM

CƠ CẤU CHI PHÍ VÀ LỢI NHUẬN

GIA VỐN HÀNG BÁN

Có thể thấy rằng, việc kinh doanh hàng hóa nhập khẩu không mang lại lợi nhuận cho DPM mà còn ảnh hưởng khá nhiều đến kết quả sản xuất kinh doanh của Công ty, tiêu biểu là trong năm 2008, DPM đã chịu khoảng lỗ hơn 1,000 tỷ đồng trong việc kinh doanh phân bón nhập khẩu.

| | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------------------------|--------|-------|-------|
| DTT KD HH SX trong nước | 4,997 | 4,046 | 5,091 |
| GVHB HH SX trong nước | 2,136 | 2,111 | 2,712 |
| <i>Tỷ lệ GVHB HH SX trong nước</i> | 42.8% | 52.2% | 53.3% |
| DTT KD HH NK | 1,479 | 2,584 | 1,527 |
| GVHB HH NK | 2,488 | 2,534 | 1,524 |
| <i>Tỷ lệ GVHB HH NK</i> | 168.2% | 98.1% | 99.8% |

Tuy nhiên, với lợi thế từ việc trợ giá khí nguyên liệu đầu vào trong giai đoạn 2007 – 2009 (2.2 USD/triệu BTU) đã giúp cho GVHB của DPM duy trì ở mức 61% - 71% mặc dù hàng năm DPM khấu hao nhà máy rất lớn và nền kinh tế trong giai đoạn khủng hoảng.

Để đảm bảo nguồn thu cho ngân sách Nhà nước thì từ năm 2010, khi khấu hao nhà máy DPM không còn lớn, giá khí đầu vào sẽ được điều chỉnh tăng theo giá bán trên thị trường, tiêu biểu 2010 là 3.55 USD/triệu BTU (tăng 61.36% so với trước đó) và dự kiến trong 2011 sẽ là 4.59 USD/triệu BTU (tăng 29.3%).

CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Trong khi doanh thu thuần từ 2008 – 2010 khá ổn định thì các chi phí hoạt động kinh doanh của Công ty tăng mạnh qua từng năm, CPQLDN/DTT từ 3.42% năm 2008 đã tăng lên 6.19% năm 2010; CPBH từ 3.47% (2008) tăng lên 5.01% (2010), chỉ có chi phí tài chính tương đối ổn định do DPM chưa có nhu cầu sử dụng vốn trong giai đoạn này.

| | 2007 | | 2008 | | 2009 | | 2010 | |
|---------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | Giá trị | %/DTT | Giá trị | %/DTT | Giá trị | %/DTT | Giá trị | %/DTT |
| GVHB | 2,298 | 60.81% | 4,624 | 71.41% | 4,645 | 70.06% | 4,236 | 64.00% |
| CP QLDN | 127.3 | 3.37% | 221.3 | 3.42% | 285.3 | 4.30% | 409.9 | 6.19% |
| CP BH | 86.6 | 2.29% | 224.6 | 3.47% | 293.8 | 4.43% | 331.8 | 5.01% |
| CP Tài chính | 85.4 | 2.26% | 53.6 | 0.83% | 80.7 | 1.22% | 81.0 | 1.22% |
| <i>CP Lãi vay</i> | 81.5 | 2.16% | 31.0 | 0.48% | 15.6 | 0.24% | 8.3 | 0.13% |
| CP Khác | 1.3 | 0.03% | 0.7 | 0.01% | 9.2 | 0.14% | 23.2 | 0.35% |
| Tổng cộng | 2,598 | 68.77% | 5,124 | 79.14% | 5,313 | 80.15% | 5,082 | 76.78% |

Nguồn: BCTC đã kiểm toán DPM

Chi phí thuế TNDN đối với hoạt động kinh doanh phân đạm sản xuất tại Nhà máy Đạm Phú Mỹ chịu tỷ lệ 15% tính trên thu nhập chịu thuế. Công ty được miễn thuế 4 năm kể từ khi có lãi (2004) và giảm 50% cho 7 năm tiếp theo. Năm 2010 là năm thứ 3 DPM được giảm 50% thuế TNDN.

CHỈ TIÊU LỢI NHUẬN

Các tỷ suất lợi nhuận luôn duy trì ở mức rất cao như: Lợi nhuận gộp/DTT bình quân 5 năm (2006 – 2010) đạt mức 34.13%, lợi nhuận sau thuế/DTT đạt 28.14%. Nhìn chung, với hoạt động sản xuất kinh doanh chính, DPM đã đảm bảo nguồn lợi nhuận trước thuế hàng năm khoảng 20% - 25% doanh thu thuần, chưa kể các nguồn thu từ hoạt động khác.

ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

KHẢ NĂNG THANH TOÁN

Các hệ số thanh toán của DPM luôn ở mức rất cao do các khoản vay nợ ngắn hạn khá nhỏ so với quy mô tài sản của Công ty. DPM đã thanh toán mạnh hàng tồn kho nên giúp cho hệ số thanh toán bằng tiền mặt cũng tăng mạnh. Bên cạnh đó, lượng tiền và khoản tương đương tiền khá dồi dào, đặc biệt là trong năm 2009 – 2010.

HỆ SỐ ĐÒN BẨY

Sau năm 2007, DPM đã thanh toán hết khoản vay 230 triệu USD để xây dựng nhà máy và không vay thêm trong năm 2008 nên các hệ số nợ ở mức rất thấp. Trong năm 2009, DPM cũng đã vay thêm để xây dựng Trung tâm thương mại Cửu Long và đầu tư mở rộng năng suất nhà máy nhưng cũng không ảnh hưởng nhiều đến khả năng thanh toán.

Các khoản vay vốn sẽ không có nhiều đột biến trong các năm tới khi thông tin chính thức được công bố tại ĐHCĐ 2010 là DPM sẽ không đầu tư vào Đạm Cà Mau.

Trong thời điểm khủng hoảng tài chính và sự sụt giảm trên thị trường chứng khoán, việc sở hữu lượng tiền lớn (3,748 tỷ đồng) được xem là thành công cho DPM. Tuy nhiên nếu BLĐ vẫn chưa có kế hoạch giải ngân số tiền này trong tương lai thì DPM đã mất đi một cơ hội rất lớn.

HỆ SỐ SINH LỜI

Tốc độ tăng trưởng doanh thu tương đối cao, đặc biệt từ năm 2008 khi DPM chính thức nhập khẩu phân bón về kinh doanh. Tuy nhiên trong giai đoạn 2008 – 2009 do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế cùng với việc nhập khẩu phân bón giá cao với số lượng lớn vào đầu năm 2008 khiến DPM chịu khoảng lỗ gần 1,000 tỷ đồng do chịu chính sách bình ổn giá của Chính phủ.

Chỉ tiêu EBIT/Doanh thu cho xu hướng giảm qua các năm (từ 46.26% năm 2006 xuống 24.14% năm 2010, do mặt hàng phân bón nhập khẩu đẩy chi phí giá vốn hàng bán tăng từ 61% lên 70% và chi phí bán hàng, quản lý trên doanh thu tăng thêm 1%.

Mặc dù tổng vốn kinh doanh trên 6,350 tỷ đồng và chưa sử dụng đòn bẩy tài chính nhưng ROE, ROA của Công ty vẫn duy trì ở mức rất cao. Điều này cho thấy Công ty sử dụng tốt nguồn vốn chủ sở hữu.

Trong các năm tới, chúng tôi nhận thấy các chỉ số sinh lợi sẽ tiếp tục được cải thiện khi doanh thu của Công ty sẽ gia tăng dựa vào việc tăng công suất nhà máy tăng lên 800 ngàn tấn/năm; chi phí khấu hao hàng năm giảm mạnh khi thời gian khấu hao nhà máy đã hết. Bên cạnh đó thì yếu tố giá bán phân bón dự báo sẽ hồi phục khi nền kinh tế đã vượt qua suy thoái và vào 2 vụ mùa chính trong năm là Đông – Xuân và Hè – Thu.

| CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Chỉ số thanh toán | | | |
| Thanh toán hiện hành | 6.14 | 6.84 | 5.22 |
| Thanh toán nhanh | 3.46 | 5.68 | 4.39 |
| Thanh toán tiền mặt | 2.15 | 5.14 | 4.06 |
| Chỉ số hiệu quả HĐKD | | | |
| ROA | 25.32% | 23.36% | 24.74% |
| ROE | 30.55% | 26.50% | 29.16% |
| Lợi nhuận gộp/DT | 28.59% | 29.94% | 36.00% |
| Lợi nhuận kinh doanh/DT | 23.09% | 22.72% | 28.75% |
| Lợi nhuận trước thuế/DT | 23.18% | 22.92% | 29.03% |
| Lợi nhuận ròng/DT | 21.37% | 20.34% | 25.73% |
| Chỉ số hiệu quả quản lý | | | |
| Vòng quay phải thu | 20.47 | 17.34 | 30.00 |
| <i>Số ngày thu tiền bình quân</i> | <i>17.6</i> | <i>20.8</i> | <i>12.0</i> |
| Vòng quay hàng tồn kho | 6.12 | 5.53 | 6.83 |
| <i>Số ngày tồn kho</i> | <i>58.9</i> | <i>65.1</i> | <i>52.7</i> |
| Vòng quay tài sản cố định | 2.77 | 3.66 | 3.85 |
| Vòng quay tổng tài sản | 1.18 | 1.15 | 0.96 |
| Phân tích Dupont | | | |
| Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu | 1.21 | 1.13 | 1.18 |
| Lợi nhuận ròng biên | 21.37% | 20.34% | 25.73% |
| Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy) | | | |
| Nợ dài hạn/Tổng tài sản | 0.24% | 3.60% | 3.56% |
| Tổng nợ/Tổng tài sản | 8.68% | 12.51% | 16.02% |

SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

| Năm 2010 | HSI | TSC | DPM |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| Chỉ tiêu tài chính | | | |
| ROA | 3.23% | 1.56% | 24.74% |
| ROE | 13.37% | 6.84% | 29.16% |
| EPS (VNĐ) | 1,964 | 1,538 | 4,482 |
| BPS (VNĐ) | 14,690 | 22,461 | 16,300 |
| Lợi nhuận gộp/DT | 11.04% | 7.29% | 36.00% |
| Lợi nhuận ròng/DT | 2.31% | 0.57% | 25.73% |
| Vòng quay hàng tồn kho | 2.63 | 8.49 | 6.83 |
| Vốn điều lệ (tỷ đồng) | 100.0 | 83.13 | 3,800 |
| Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy) | | | |
| Nợ dài hạn/Tổng tài sản | 0.069% | 0.012% | 3.56% |
| Tổng nợ/Tổng tài sản | 75.81% | 77.43% | 16.02% |

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN TRONG NƯỚC

Là quốc gia mà nông nghiệp có tốc độ tăng trưởng gần 4%/năm, hàng năm Việt Nam tiêu thụ từ 8 – 9 triệu tấn phân bón các loại, trong đó nhập khẩu vẫn chiếm tỷ trọng lớn. Sản xuất phân bón trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 50% – 60% nhu cầu Urê, 30% - 35% phân DAP, 100% phân lân nung chảy và NPK và các phân loại khác như SA, Kali phải nhập khẩu 100%.

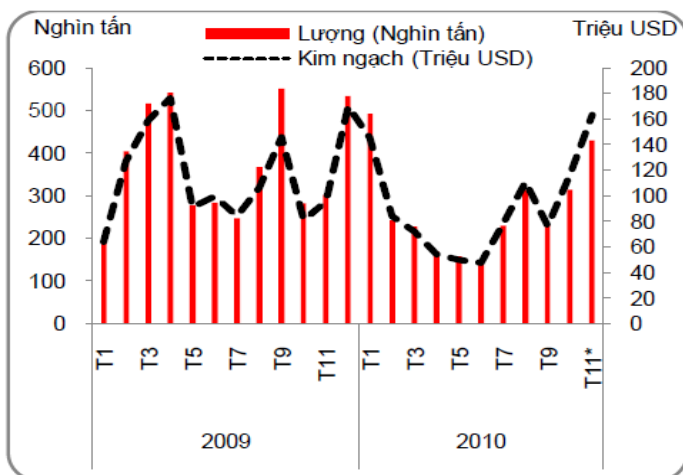
Trong năm 2010, thị trường phân bón tại hầu hết các địa phương trên cả nước bắt đầu có biến động tăng giá từ Quý 3/2010, nhưng do tính chất vụ mùa nên cuối tháng 10/2010 giá nhiều loại phân bón tăng mạnh. Theo thống kê của AGROMONITOR, giá phân bón tăng mạnh từ tuần 36/2010 và tiếp tục xu hướng tăng cao trong năm 2011. Tiêu biểu như phân urê tăng từ 6,500 VND/kg (8/2010) lên 9,500 (31/12/2010). Hiện tại (5/2011) giá bán phân urê do DPM công bố là 9,150 VND/kg, urê TQ là 9,350 VND/kg.

Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, tình hình nhập khẩu phân bón 11 tháng/2010 đạt 2.95 triệu tấn với kim ngạch 998.1 triệu USD (giảm 25.77% về lượng và 18.85% về kim ngạch so với cùng kỳ năm 2009). Tuy nhiên theo số liệu của Bộ NN&PTNT thì con số lại thấp hơn nhiều, tổng sản lượng 11 tháng/2010 chỉ đạt 2.79 triệu tấn với giá trị nhập khẩu là 917 triệu USD (2/3 so với cùng kỳ 2009).

Điều này một phần do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, khiến nhu cầu sử dụng phân bón trong nước giảm đi, một phần do thị trường nhập khẩu phân bón lớn nhất của VN là Trung Quốc áp dụng một số chính sách mới như tăng thuế xuất khẩu (110%) để đảm bảo lượng cung ở TQ và nhiều nhà máy sản xuất phân bón phải nghỉ bảo dưỡng cũng như do chính sách tiết kiệm năng lượng của TQ.

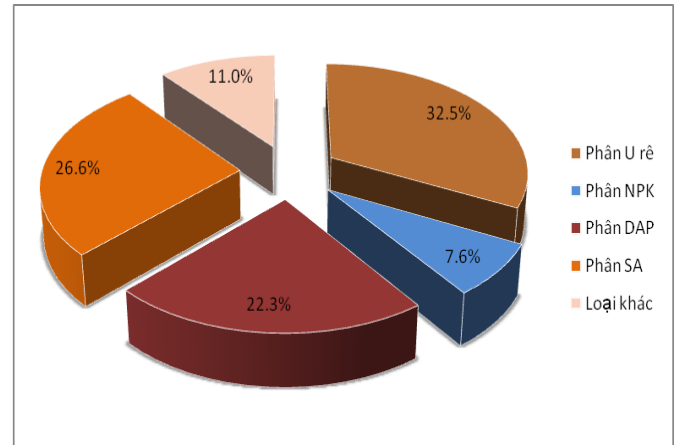
Kế hoạch đến 2012, hàng loạt nhà máy sản xuất phân bón urê sẽ đi vào hoạt động với công suất lớn như Đạm Hà Bắc, Đạm Cà Mau, Đạm Ninh Bình. Điều này sẽ dẫn đến tình trạng thừa nguồn cung trong nước và các doanh nghiệp sẽ tính đến chuyện xuất khẩu. Và theo tổ chức nông nghiệp và thực phẩm LHQ – FAO thì nguồn cung phân bón thế giới dự kiến vượt cầu vào 2012 và sẽ hỗ trợ sản xuất thực phẩm và nhiên liệu sinh học.

Lượng và kim ngạch nhập khẩu phân bón theo tháng

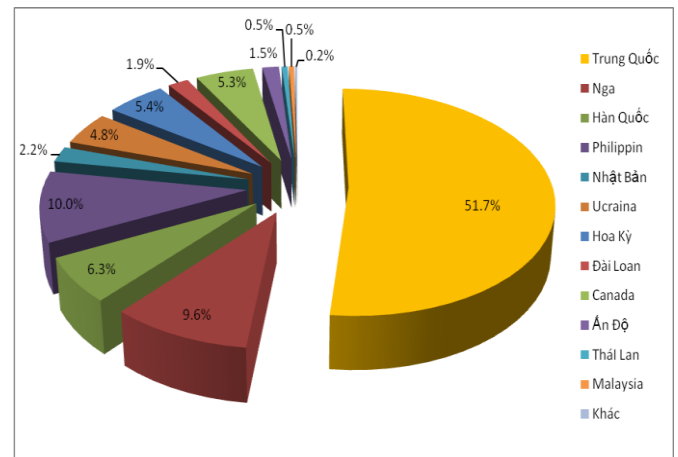


Nguồn: AGROMONITOR tổng hợp từ số liệu Hải quan

Tỷ trọng sản lượng phân bón nhập khẩu 2009

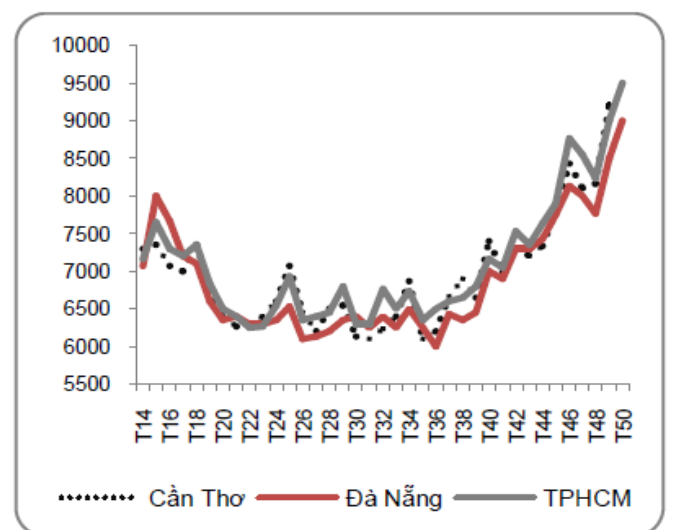


Tỷ trọng thị trường cung cấp phân bón cho Việt Nam 2009



Nguồn: Tổng hợp

Giá phân urê tại 3 tỉnh theo tuần trong năm 2010 (VND/kg)



Nguồn: Cơ sở dữ liệu AGROMONITOR

TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN

Theo ĐHCĐ năm 2010, Hội đồng quản trị đã thay đổi chiến lược kinh doanh trong giai đoạn 2011 – 2015 và tầm nhìn đến năm 2025, với một số dự án đáng chú ý sau:

- ✓ **Đẩy nhanh tiến độ dự án NPK Phú Mỹ:** đây là dự án có công suất 400,000 tấn/năm đặt tại Bà Rịa – Vũng Tàu với tổng vốn đầu tư 1,127 tỷ VND, với thời gian thực hiện dự kiến 3 năm (2010 – 2012). Phân NPK là loại phân chiếm tỷ trọng nhu cầu tiêu thụ cao nhất trong các loại phân bón trong nước. Tuy nhiên, dự án hiện nay vẫn chưa khởi công, dự kiến sẽ vào tháng 7/2011 và thời gian hoàn thành vẫn đảm bảo 2012.
- ✓ **Hoàn thành tổ hợp văn phòng tại TP.HCM – dự án Cao ốc 43 Mạc Đĩnh Chi:** ban đầu DPM tham gia góp 33% vốn. Tuy nhiên trong năm 2010, DPM đã mua lại toàn bộ dự án từ PVFC và PV Oil để sở hữu 100% dự án. Tổng vốn đầu tư khoảng 830 tỷ VND, khi đi vào hoạt động sẽ giảm chi phí thuê trụ sở cho DPM. Dự án dự kiến khai thác trong năm 2011 (hiện tại đã hoàn thành sàn tầng 10 và mở thầu gói FIT-OUT).
- ✓ **Bỏ một số dự án: dự án sản xuất Melamine (30,000 tấn/năm); dự án sản xuất H_2SO_4 (120,000 tấn/năm) và Sulfat Amon – SA (100,000 tấn/năm); dự án hóa dầu miền Nam.** Đồng thời ngưng đầu tư **dự án DAP tại Maroc** do tình hình nội chiến ở các nước Châu Phi.
- ✓ **Dự án nâng công suất nhà máy bao bì Phú Mỹ:** dự kiến trong năm 2011 sẽ hoàn thành dự án nâng công suất sản xuất bao bì Phú Mỹ (tổng vốn khoảng 36 tỷ VND) và góp vốn đầu tư nhà máy bao bì tại Bạc Liêu để đáp ứng nhu cầu kinh doanh phân bón và hóa chất của DPM.
- ✓ **Dự án sản xuất phân vi sinh:** công suất 50,000 tấn/năm với tổng vốn đầu tư dự kiến là 100 tỷ VND, thời gian thực hiện 2012 – 2014. Đây là dự án tăng doanh thu và lợi nhuận cho DPM khi thị trường phân bón trong nước đã bão hòa.
- ✓ **Nhà máy sản xuất H_2O_2 :** công suất thiết kế 30,000 tấn/năm, vốn đầu tư 25 triệu USD và thời gian xây dựng 2011 – 2012.
- ✓ **Dự án chế biến, pha chế hóa chất nông dược:** vốn đầu tư 20 tỷ VND, thời gian thi công 2011 – 2013.

Bên cạnh một số dự án đầu tư 100% như trên, DPM cũng góp vốn thực hiện một số dự án với mức vốn đầu tư lớn như:

- ✓ **Dự án hóa dầu và sơ xối tổng hợp – PVTEX Đình Vũ:** địa điểm xây dựng tại Hải Phòng, dự kiến trong năm 2011 sẽ hoạt động với tổng vốn đầu tư 270 tỷ đồng.
- ✓ **Dự án sản xuất Amoniacc:** công suất 450,000 tấn, đặt trụ sở tại Bà Rịa Vũng Tàu, thời gian thực hiện là 2011 – 2014. Tổng vốn đầu tư 480 triệu USD.
- ✓ **Dự án sản xuất Nitrat Amon:** nhà máy ở Bà Rịa Vũng Tàu, công suất 200,000 tấn, thời gian thực hiện 2011 – 2013. Tổng vốn 151 triệu USD.
- ✓ **Dự án sản xuất Glyphosate (thuốc diệt cỏ):** công suất 20,000 tấn/năm, thời gian thực hiện 2010 – 2014. Tổng vốn đầu tư là 130 triệu USD.
- ✓ Đến 2015, hoàn thiện hệ thống kho cảng sức chứa 350,000 tấn phân bón quy đổi.

Danh sách nhà máy sản xuất phân bón ở Việt Nam

| Nhà máy | Sản phẩm | Công suất (ngàn tấn) | Ghi chú |
|--------------------|-----------------|----------------------|----------------------------------|
| Đạm Phú Mỹ | Urê | 800 | Đã hoạt động |
| Đạm Hà Bắc | Urê | 180 | Tăng lên 500 ngàn tấn trong 2012 |
| Đạm Cà Mau | Urê | 800 | Dự kiến hoạt động cuối 2011 |
| Đạm Ninh Bình | Urê | 560 | Dự kiến hoạt động 2012 |
| Phân bón Miền Nam | Tổng hợp | 600 | Đã hoạt động |
| Phân bón Bình Điền | NPK | 1,400 | Đã hoạt động |
| Phân lân Văn Điển | NPK | 400 | Đã hoạt động |
| Phốt phát Lâm Thao | NPK | 750 | Đã hoạt động |
| DAP Hải Phòng | DAP | 500 | Đã hoạt động |
| DAP Lào Cai | DAP | 500 | Dự kiến hoạt động 2012 |
| Tổng cộng | Tổng hợp | 6,430 | |

RỦI RO KINH DOANH

Nhà máy tuy có công nghệ và thiết bị hiện đại, song vận hành đã 6 năm nên thiết bị có thể gặp sự cố là không thể tránh khỏi. (dự kiến trong tháng 5 – 6, DPM sẽ dừng nhà máy 30 ngày để tiến hành bảo dưỡng lớn).

Kinh doanh xuất khẩu còn hạn chế (2010 chỉ đạt 17% kế hoạch) một phần do chính sách ngưng xuất khẩu phân bón từ tháng 10/2010 của Chính phủ và do tập quán tiêu dùng, thông lệ thanh toán của thị trường Campuchia.

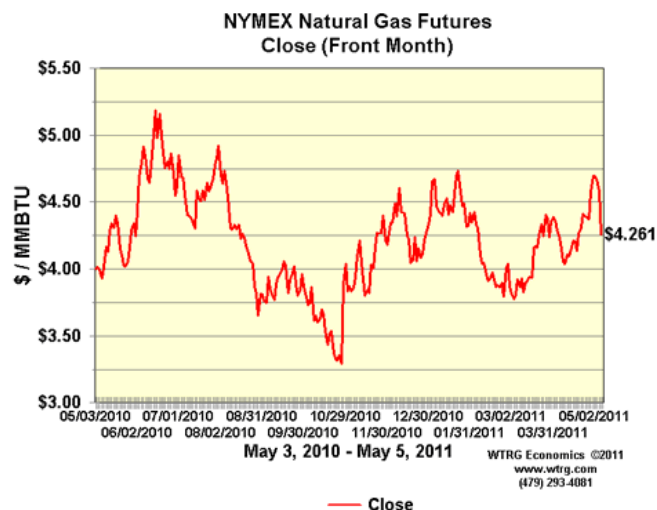
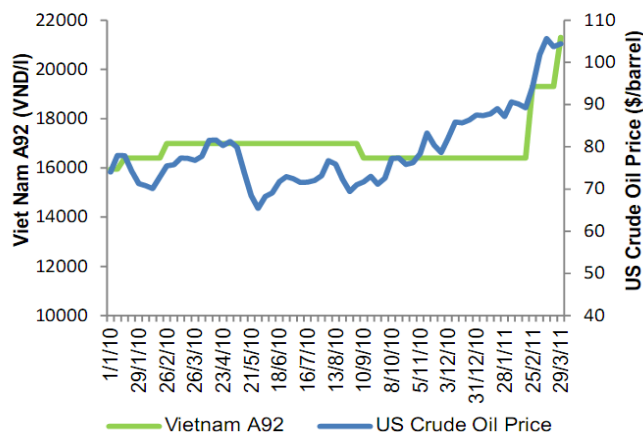
Sản xuất và kinh doanh phân bón giả, kém chất lượng vẫn đang diễn ra trên toàn quốc và chưa có biện pháp ngăn chặn triệt để.

Tình hình kinh tế thế giới và trong nước những tháng đầu năm 2011 còn nhiều biến động phức tạp, giá dầu thô, tỷ giá ngoại tệ, giá xăng dầu, giá điện,... và giá khí nguyên liệu đầu vào dành cho DPM tăng cao. Điều này sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty.

Sự chi phối quá lớn của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) cũng là một bất lợi ảnh hưởng đến việc kinh doanh của Công ty như: kiểm soát giá vốn bằng việc tăng chi phí khí đầu vào để bù vào việc khấu hao nhà máy DPM đã hết và nhiệm vụ bình ổn thị trường phân bón đã làm lợi nhuận của DPM bị ảnh hưởng khá nhiều.

Bên cạnh đó, các khoản đầu tư chéo hoặc các khoản cho vay nội bộ trong Tập đoàn cũng là một vấn đề cần quan tâm.

Hình 2: Giá xăng A92 và Giá dầu thế giới năm 2010 - Q1/2011



ĐỊNH GIÁ

- WACC 21.8%
- Tốc độ tăng trưởng (g) 5%
- Theo phương pháp dòng tiền: **41,500 VND**
- Theo P/E ước tính 2011 (P/E = 8): **39,000 VND**

Chúng tôi định giá theo các yếu tố được dự báo và giả định như sau:

| Chỉ tiêu | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|
| Tốc độ tăng trưởng doanh thu (%) * | 7% | 5% | 5% |
| Giá vốn hàng bán dự kiến (%) | 65% | 65% | 65% |
| Vốn điều lệ không thay đổi (tỷ đồng) | 3,800 | 3,800 | 3,800 |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức (%/Mệnh giá) | 20% | 20% | 20% |

(*): kinh doanh phân bón trong nước sẽ gặp nhiều khó khăn trong 2012 trở đi do nguồn cung phân bón đã vượt cầu, doanh thu DPM tăng trưởng sẽ dựa vào giá bán phân bón đồng thời kế hoạch xuất khẩu sang nước ngoài.

đơn vị tính: tỷ đồng

| Chỉ tiêu | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | 6,630 | 6,619 | 7,082 | 7,436 | 7,808 |
| Lợi nhuận gộp | 1,985 | 2,383 | 2,603 | 2,733 | 2,870 |
| Lợi nhuận trước thuế | 1,520 | 1,922 | 2,084 | 2,174 | 2,270 |
| Lợi nhuận sau thuế | 1,352 | 1,707 | 1,855 | 1,935 | 2,020 |
| Tổng tài sản | 6,337 | 7,419 | 8,460 | 9,307 | 9,895 |
| Vốn chủ sở hữu | 5,557 | 6,194 | 7,325 | 8,129 | 8,630 |
| Vốn điều lệ | 3,800 | 3,800 | 3,800 | 3,800 | 3,800 |
| EPS (đồng) | 3,559 | 4,482 | 4,881 | 5,092 | 5,316 |
| ROA | 23.36% | 24.74% | 21.90% | 20.79% | 20.42% |
| ROE | 26.50% | 29.16% | 25.32% | 23.80% | 23.41% |

Cập nhật KQKD Quý I/2011: Doanh thu bán hàng đạt 2,040.13 tỷ đồng (tăng 40.84% so với cùng kỳ); Lợi nhuận sau thuế đạt 641.29 tỷ đồng (tăng 62.43% so với cùng kỳ), đạt 44.8% kế hoạch năm 2011.

KHUYẾN NGHỊ:

Xét trên khía cạnh giao dịch, DPM là cổ phiếu bluechip, có thanh khoản cao và được sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài trên SGDCK HCM nhưng giá đang nằm ở “under value”. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị đầu tư giá trị vào DPM.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu VND)

| | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Tài sản | 5,192,372 | 6,351,202 | 7,418,576 |
| Tài sản ngắn hạn | 2,692,502 | 3,866,941 | 4,825,585 |
| Tiền và tương đương tiền | 942,714 | 2,906,125 | 3,748,457 |
| Đầu tư ngắn hạn | - | 115,000 | 58,500 |
| Phải thu ngắn hạn | 620,991 | 191,371 | 249,942 |
| Hàng tồn kho | 1,111,309 | 569,253 | 671,349 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 17,489 | 85,191 | 97,337 |
| Tài sản dài hạn | 2,499,870 | 2,484,261 | 2,592,991 |
| Phải thu dài hạn | - | - | - |
| Tài sản cố định | 1,899,295 | 1,723,753 | 1,719,012 |
| Bất động sản đầu tư | - | - | 174,124 |
| Đầu tư tài chính dài hạn | 205,536 | 453,147 | 370,703 |
| Tài sản dài hạn khác | 395,039 | 307,361 | 329,152 |
| Nguồn vốn | 5,192,372 | 6,351,202 | 7,418,576 |
| Nợ phải trả | 450,947 | 794,323 | 1,188,355 |
| Nợ ngắn hạn | 438,629 | 565,622 | 924,058 |
| Nợ dài hạn | 12,318 | 228,701 | 264,297 |
| Nợ khác | - | - | - |
| Vốn chủ sở hữu | 4,719,423 | 5,535,404 | 6,193,759 |
| Vốn điều lệ | 3,800,000 | 3,800,000 | 3,800,000 |
| Thặng dư vốn và các quỹ | 887,778 | 1,687,904 | 2,393,759 |
| Nguồn kinh phí và quỹ khác | 31,645 | 47,501 | - |
| Vốn cổ đông thiểu số | 22,002 | 21,475 | 36,462 |

| | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Doanh thu thuần | 6,475,368 | 6,630,061 | 6,618,784 |
| Giá vốn hàng bán | 4,624,124 | 4,644,816 | 4,236,095 |
| Lợi nhuận gộp | 1,851,243 | 1,985,244 | 2,382,689 |
| Thu nhập hoạt động tài chính | 89,547 | 100,526 | 262,057 |
| Doanh thu tài chính | 143,127 | 181,198 | 343,092 |
| Chi phí tài chính | 53,580 | 80,672 | 81,034 |
| Chi phí lãi vay | 30,990 | 15,594 | 8,350 |
| Chi phí bán hàng | 224,596 | 293,840 | 331,845 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 221,330 | 285,306 | 409,858 |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 1,494,865 | 1,509,277 | 1,903,043 |
| Thu nhập khác | 6,008 | 13,079 | 18,599 |
| Doanh thu khác | 6,754 | 19,592 | 41,788 |
| Chi phí khác | 746 | 9,165 | 23,189 |
| Lợi nhuận trước thuế | 1,500,873 | 1,519,704 | 1,921,642 |
| Thuế TNDN phải nộp | 115,581 | 168,420 | 214,773 |
| Lợi nhuận sau thuế TNDN | 1,385,292 | 1,351,284 | 1,706,869 |
| Phần hùn thiểu số | 1,412 | 2,980 | 3,693 |
| Lợi nhuận ròng | 1,383,880 | 1,348,304 | 1,703,176 |

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

| | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------------|--------|--------|---------|
| Chỉ số giá trị | | | |
| EPS (ngàn VND) | 3,646 | 3,556 | 4,482 |
| Book Value (ngàn VND) | 12,477 | 14,623 | 16,300 |
| Doanh thu/CP | 17,040 | 17,448 | 17,420 |
| Tỷ lệ cổ tức/MG | 20% | 20% | 20% |
| Tốc độ tăng trưởng | | | |
| Tăng trưởng doanh thu | 71.35% | 2.39% | - 0.17% |
| Tăng trưởng lợi nhuận gộp | 25.01% | 7.24% | 20.02% |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng | 4.20% | -2.45% | 26.32% |
| Tăng trưởng tổng tài sản | -9.52% | 22.32% | 16.81% |
| Tăng trưởng vốn chủ sở hữu | 8.32% | 17.20% | 12.86% |
| Chỉ số thanh toán | | | |
| Thanh toán hiện hành | 6.14 | 6.84 | 5.22 |
| Thanh toán nhanh | 3.60 | 5.83 | 4.39 |
| Thanh toán tiền mặt | 2.15 | 5.14 | 4.06 |
| Chỉ số hiệu quả HĐKD | | | |
| ROA | 25.35% | 23.41% | 24.74% |
| ROE | 30.38% | 26.24% | 29.16% |
| Lợi nhuận gộp/DT | 28.59% | 29.94% | 36.00% |
| Lợi nhuận kinh doanh/DT | 23.09% | 22.76% | 28.75% |
| Lợi nhuận trước thuế/DT | 23.18% | 22.92% | 29.03% |
| Lợi nhuận ròng/DT | 21.39% | 20.38% | 25.73% |
| Chỉ số hiệu quả quản lý | | | |
| Vòng quay khoản phải thu | 18.37 | 16.32 | 30.00 |
| Số ngày thu tiền bình quân | 1.83 | 15.06 | 12.00 |
| Vòng quay hàng tồn kho | 6.12 | 5.53 | 6.83 |
| Số ngày tồn kho | 59.57 | 66.03 | 52.72 |
| Vòng quay tài sản cố định | 2.88 | 4.81 | 3.85 |
| Vòng quay tổng tài sản | 1.18 | 1.15 | 0.96 |
| Phân tích Dupont | | | |
| Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu | 1.10 | 1.14 | 1.18 |
| Lợi nhuận ròng biên | 21.39% | 20.38% | 25.73% |
| Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy) | | | |
| Nợ dài hạn/Vốn+Nợ dài hạn | 0.24% | 3.60% | 3.56% |
| Tổng nợ/Tổng tài sản | 8.68% | 12.51% | 16.02% |



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VIỆT THÀNH **VIETTHANH SECURITIES COMPANY – VTS**

Địa chỉ : 82-84 Calmette, phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại : (84-8) 3821 8686 - (84-8) 3914 7799 FAX: (84-8) 39144511

Website : www.vts.com.vn Email: vts@vts.com.vn

Người thực hiện: **Nguyễn Thế Hiển**
hien.nguyen@vts.com.vn

Bản quyền: Báo cáo này được bảo vệ bản quyền Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành bởi luật pháp Việt Nam và các luật lệ, công ước khác. Mọi hình thức sao chép, tái bản, sử dụng trên các phương tiện truyền thông đối với Báo cáo này cần được sự đồng thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành..

Tuyên bố trách nhiệm: 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 tin 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 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. VTS 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 Báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong Báo cáo này được VTS 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 của chúng tôi có giá trị đến ngày phát hành Báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo trước.