



**DPM – Tổng Công ty cổ phần Phân đạm và Hóa chất Dầu khí**  
Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **37.500 VNĐ/ cổ phiếu**.

## Company Update

## TIÊU ĐIỂM

- **Khấu hao giảm mạnh từ năm 2010:** Trong năm 2010, chi phí khấu hao của DPM giảm từ trên 1.000 tỉ năm 2009 xuống còn khoảng 700 tỉ trong năm 2010. Từ năm 2011 chi phí khấu hao dự kiến chỉ còn 280 tỉ/năm từ phần khấu hao còn lại và khấu hao thiết bị mới đi vào hoạt động trong năm 2010 - 2011. Quý 3/2010 dự án khu hồi khí CO<sub>2</sub> đã đi vào hoạt động giúp công suất nhà máy Đạm Phú Mỹ tăng thêm 60.000 tấn Urê/năm giúp gia tăng sản lượng sản xuất của DPM.
- **Giá khí đầu vào tăng trong năm 2010:** Năm 2010, giá khí đầu vào cung cấp cho DPM tăng lên 2,98 USD/MMBTU từ 1/4/2010 và tiếp tục tăng lên ở mức giá 3,55 USD/MM BTU. Điều này tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của đơn vị do giá khí đầu vào chiếm khoảng 32-34% giá thành sản xuất đạm Urê trong giai đoạn trước đây và sẽ tăng mạnh từ năm 2010 khi giá khí đầu vào tăng và chi phí khấu hao giảm mạnh.
- **Năm 2011, DPM sẽ dừng nhà máy để bảo dưỡng trong khoảng 30 ngày sau khi hoạt động liên tục cả năm 2010 không dừng.** Tuy nhiên, việc dừng này cũng sẽ tác động đến sản lượng sản xuất của DPM cũng như làm gia tăng chi phí bảo dưỡng, vận hành nhà máy trong năm 2011.
- **Giữa tháng 6/2011, DPM dự kiến tung ra thị trường dòng sản phẩm mới – phân tổng hợp NPK** bên cạnh dòng sản phẩm truyền thống là phân Urê Đạm Phú Mỹ, DPM bắt đầu phân phối NPK với lượng tiêu thụ đến cuối năm 2011 vào khoảng 36.500 tấn, đây là việc chuẩn bị cần thiết thăm dò thị trường cho việc phân phối NPK khi nhà máy NPK Phú Mỹ đi vào hoạt động năm 2013.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu DPM vào khoảng 37.500 VND/ cổ phiếu.** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng 3 phương pháp định giá chính (DCF, P/E và P/B). Mức giá này tương ứng với mức PE forward của năm 2011 là 6,02 lần.

## KHUYẾN NGHỊ

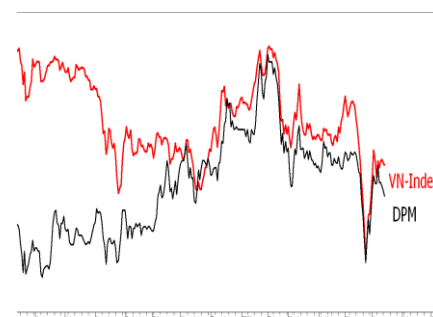
Giá kỳ vọng:	<b>37.500</b>
Giá giao dịch (20/06/2011):	31.300
Cao nhất 52 tuần:	44.700
Thấp nhất 52 tuần:	28.100

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HSX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	380.000.000
Vốn hóa (tỷ VND):	11.894
EPS 2010 (VND)	4.482

## THÔNG TIN SỞ HỮU

PVN	61,37%
Cổ đông khác	38,63%



## MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Số liệu 2008, 2009, 2010 theo báo cáo tài chính của DPM, số liệu các năm từ 2011 do PSI dự phóng

Chỉ tiêu	2008	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
EPS (VNĐ)	3,642	3,548	4,482	6,226	5,178	3,798	5,313	4,972
Tốc độ tăng trưởng EPS		-3%	26%	39%	-17%	-27%	40%	-6%
Giá trị sổ sách trên một CP (VNĐ)	12,336	14,442	16,299	20,025	22,703	24,001	25,315	26,287
P/E (lần)	9.1	9.4	7.4	5.3	6.4	8.8	6.3	6.7
P/B (lần)	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
ROA	26.7%	21.3%	23.0%	26.3%	19.5%	13.6%	17.9%	16.0%
ROE	29.4%	24.4%	27.4%	31.0%	22.8%	15.8%	21.0%	18.9%

Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

## LÝ DO ĐẦU TƯ VÀO DPM

<b>Hoạt động kinh doanh ổn định</b>	Công ty có sản lượng sản xuất Urê ổn định với công suất hoạt động tối đa từ năm 2007. Cùng với việc mở rộng sản xuất từ 740.000 tấn/năm lên 800.000 tấn/năm urê từ việc hoàn thiện dây chuyền thu hồi khí CO <sub>2</sub> vào cuối quý 3/2010 đã giúp sản lượng sản xuất urê của đơn vị năm 2010 đạt 807.129 tấn. Hoạt động kinh doanh phân bón nhập khẩu đã giảm mạnh với doanh thu nhập khẩu năm 2010 đạt 1.527 tỉ đồng giảm -40,9% so với cùng kỳ, nguyên nhân do năm 2009 công ty hoàn nhập dự phòng giảm giá phân bón tồn từ năm 2008 nên có doanh thu bao gồm cả phân nhập khẩu mới và hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho.
<b>Thị phần dẫn đầu thị trường</b>	DPM là Công ty sản xuất phân Urê lớn nhất Việt Nam với sản lượng sản xuất 740.000 tấn/năm và sản lượng nhập khẩu khoảng 230.000 tấn/năm chiếm khoảng 50% - 55% thị phần Việt Nam trong các năm qua và tiếp tục chiếm khoảng 50% thị phần trong năm 2010 - 2011. Trong thời gian tới thị phần của Công ty sẽ tiếp tục ổn định khi các giai đoạn mở rộng công suất của nhà máy Đạm Phú Mỹ đi vào hoạt động. Ngoài việc nắm giữ thị phần chính về Urê, DPM cũng đang mở rộng thị phần thông qua việc phân phối các sản phẩm phân bón nhập khẩu với sản lượng tiêu thụ dự kiến lên tới 1 triệu tấn vào năm 2015 và sẽ chiếm khoảng 50-60% thị phần Urê cả nước. Ngoài sản xuất và phân phối Urê, DPM cũng sản xuất NPK với sản lượng 400.000 tấn/năm, nhập khẩu đạm SA với sản lượng 140.000 tấn/năm chiếm khoảng 20% thị phần cả nước, sản xuất và phân phối sản phẩm DAP với thị phần 30% thị trường. DPM có hệ thống phân phối rộng khắp cả nước với 42 cửa hàng trực thuộc, 58 đại lý cấp 1 và hơn 3.650 cửa hàng phân phối trực tiếp sản phẩm.
<b>Tiềm lực tài chính vững mạnh</b>	DPM có hoạt động kinh doanh ổn định, nguồn tiền từ hoạt động kinh doanh lớn với lượng tiền mặt và tương đương thường xuyên trên 3.000 tỉ đồng đã giúp công ty đảm bảo nguồn vốn phục vụ các dự án đầu tư phát triển sản xuất, các dự án mở rộng kinh doanh cũng như đem lại thu nhập từ việc sử dụng và quản lý nguồn tiền nhàn rỗi, giảm thiểu các rủi ro về chi phí lãi vay.
<b>Giá khí đầu vào được ưu đãi so với thị trường</b>	Trong năm 2010 giá khí đầu vào của DPM mặc dù tăng lên 3,55 USD/MMBTU từ tháng 4, tuy nhiên mức giá này vẫn thấp hơn mức giá đang giao dịch trên thị trường ở mức gần 5,407 USD/MMBTU. Thêm vào đó nhà máy đạm Cà Mau sẽ do DPM quản lý vận hành và phân phối, vì vậy các rủi ro về cạnh tranh lẫn nhau giữa DPM và Đạm Cà Mau sẽ được giảm thiểu tối đa, tạo điều kiện thuận lợi cho cả 2 đơn vị cùng phát triển.
<b>Dự kiến giữa tháng 6/2011, DPM tung ra sản phẩm mới – phân tổng hợp NPK</b>	Giữa tháng 6/2011, DPM dự kiến tung ra thị trường dòng sản phẩm mới – phân tổng hợp NPK bên cạnh dòng sản phẩm truyền thống là phân urê Đạm Phú Mỹ. Sản phẩm mới với tên thương mại là “NPK Phú Mỹ”, đóng bao theo trọng lượng 50kg/bao, được sản xuất theo công nghệ tiên tiến, kết hợp 3 nguyên tố Đạm (N), Lân (P) và Kali (K) có bổ sung nguyên tố lưu huỳnh (S) trong 1 hạt sản phẩm, ưu việt hơn nhiều so với sản xuất phân NPK bằng cách trộn lẫn 3 loại phân riêng rẽ, thường được gọi là NPK ba màu. Sản phẩm “NPK Phú Mỹ” được sản xuất tại nhà máy của Công ty Phân bón Việt Nhật theo đơn đặt hàng của Tổng công ty. Dự kiến lượng tiêu thụ từ nay đến cuối năm vào khoảng 36.500 tấn. Việc tung ra sản phẩm mới này có thể mở ra cho Công ty thâm nhập thị trường và tạo điều kiện tốt cho việc xây dựng nhà máy NPK sẽ khởi công vào quý 3/2011 và dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2013 với công suất 400.000 tấn/năm.
<b>Khấu hao thiết</b>	Hàng năm khấu hao tài sản của DPM lên tới hơn 1.000 tỉ đồng và chiếm gần 50% giá vốn hàng

**bị gần hết** bán. Theo tính toán của chúng tôi, đến hết năm 2010 thì khấu hao của DPM sẽ cơ bản hết, từ năm 2011 giá thành sản xuất của DPM sẽ giảm mạnh do việc chi phí khấu hao giảm mạnh về khoảng 280 tỉ đồng/năm.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro về cạnh tranh** DPM sẽ gặp phải sự cạnh tranh của các dự án mới như nhà máy đạm Ninh Bình công suất 560.000 tấn/năm và nhà máy Đạm Hà Bắc mở rộng với công suất 500.000 tấn/năm, nhà máy đạm Cà Mau 800.000 tấn/năm từ năm 2011 – 2012 và cùng với hàng triệu tấn Urê nhập khẩu trong tương lai. Vì vậy với thị trường tiêu thụ ước khoảng từ 2,5-3 triệu tấn Urê/năm thì sản lượng sản xuất và nhập khẩu vào khoảng năm 2011 sẽ dư cung dẫn tới gia tăng sự cạnh tranh giữa các đơn vị trong ngành. Ngoài ra dòng sản phẩm NPK của DPM cũng có những đối thủ cạnh tranh lâu năm như phân lân Lâm Thao (720.000 tấn/năm), phân bón Bình Điền (420.000 tấn/năm), phân bón Việt Nhật (350.000 tấn NPK/năm),... và nhiều nhà máy phân lân cũ vẫn sản xuất NPK trong quá khứ.

**Rủi ro về giá nguyên liệu đầu vào** Công nghệ sản xuất Urê của DPM sử dụng nguyên liệu chính là khí tự nhiên. Vì vậy, giá khí đầu vào biến động sẽ tác động rất lớn đến hiệu quả hoạt động của đơn vị. Giá khí đầu vào hiện nay chiếm khoảng 34% trong tổng chi phí giá thành sản xuất của DPM. Khi giá khí tăng lên sẽ tác động mạnh tới giá thành sản phẩm, từ đó tác động mạnh tới lợi nhuận của đơn vị.

**Rủi ro về định hướng phát triển** Trong tương lai việc mở rộng sản xuất gặp hạn chế về chủng loại sản phẩm. Hiện nay DPM mới có dự án sản xuất NPK công suất 400.000 tấn/năm dự kiến đi vào hoạt động cuối năm 2013. Các dự án mở rộng trong tương lai vẫn chưa rõ ràng. Thêm nữa nhà máy của DPM sẽ hoạt động ổn định trong khoảng 15 – 20 năm nữa, sau thời gian đó hoặc xây nhà máy mới hoặc dừng sản xuất hoàn toàn. Đây cũng là điều ảnh hưởng đến việc đầu tư dài hạn DPM trong tương lai.

**Rủi ro phải tiếp nhận nhà máy Đạm Cà Mau** Những lo ngại về việc DPM phải mua lại Đạm Cà Mau vẫn chưa ngã ngũ khi mà hiện nay tạm thời PVN giao cho DPM quản lý và vận hành Đạm Cà Mau. Lo ngại này đến từ việc chi phí xây dựng nhà máy Đạm Cà Mau lên tới 900 triệu USD (ước khoảng 18.000 tỷ đồng) với sản lượng 800.000 tấn chỉ bằng sản lượng Đạm Phú Mỹ hiện nay mà chi phí xây dựng nhà máy cao gấp hơn 4 lần. Thêm vào đó giá khí từ PMC-3/CAA lại cao hơn giá khí mà Đạm Phú Mỹ đang hưởng dẫn đến nghi ngại về hiệu quả hoạt động của dự án Đạm Cà Mau trong tương lai.

### ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DPM

#### Hoạt động kinh doanh đạm Urê ổn định

Trong năm 2010, doanh thu thuần của DPM đạt 6.618 tỷ đồng trong đó doanh thu từ việc kinh doanh hàng hóa trong nước bao gồm đạm Urê, Amoniac dư, điện dư và các sản phẩm khác chiếm 77,4% với hơn 5.091 tỷ đồng; kinh doanh hàng hóa nhập khẩu đạt 1.527 tỷ đồng, chiếm 22,6% tổng doanh thu. Trong hoạt động kinh doanh trong nước, đạm Urê vẫn là sản phẩm mang lại doanh thu chính cho DPM với doanh thu năm 2010 đạt 4.790 tỷ đồng, chiếm 93,5% toàn bộ phần doanh thu từ việc kinh doanh hàng hóa trong nước, tăng trưởng 24,1% so với cùng kỳ năm 2009. Việc kinh doanh hàng hóa trong nước đem lại cho DPM mức lãi gộp hơn 2.379 tỷ đồng, chiếm tới 99,9% mức lợi nhuận gộp của cả Công ty. Mức lợi nhuận từ việc sản xuất trong nước trong năm 2010 tăng trưởng 22,9% so với năm 2009. Năm 2009, lợi nhuận từ việc sản xuất của công ty đạt 1.935 tỷ đồng. Lợi nhuận hoạt động sản xuất phân bón tăng mạnh chủ yếu đến từ việc giá bán

phân bón trong năm 2010 đã tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2009.

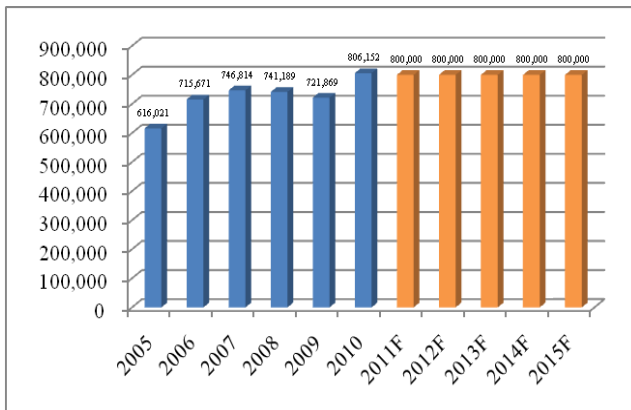
Quý 1/2011, doanh thu của DPM đạt 2.040 tỷ đồng tăng trưởng 40,84% về doanh thu so với quý 1/2010. Lợi nhuận sau thuế quý 1/2011 đạt 622,7 tỷ đồng tăng trưởng 57,97% so với quý 1/2010. Điều này thể hiện việc chi phí so sánh đã giảm so với cùng kỳ khi mà tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng doanh thu. Trong đó doanh thu của Urê sản xuất trong nước là 1.511 tỷ đồng tăng trưởng 34,9% so với cùng kỳ năm 2011.

### **Hoạt động kinh doanh phân đạm nhập khẩu đem lại doanh thu cao tuy nhiên tỷ trọng lợi nhuận thấp.**

Trong năm 2010, doanh thu từ việc kinh doanh sản phẩm đạm nhập khẩu đạt 1.527 tỷ đồng giảm 41% so với năm 2009 do năm 2009 có khoản hoàn nhập dự phòng urê nhập khẩu, giá vốn của hàng nhập 1.524 tỷ đồng, lợi nhuận đạt 3,4 tỷ đồng. Lợi nhuận năm 2010 giảm mạnh tới 93,4% so với 50 tỷ đồng đạt được trong năm 2009. Trong quý 1/2011 doanh thu đạm nhập khẩu tăng mạnh lên 528,78 tỷ đồng tăng trưởng 60,9% so với cùng kỳ năm 2010. Điều này chủ yếu đến từ việc giá đạm tăng mạnh thời gian vừa qua so với năm 2010.

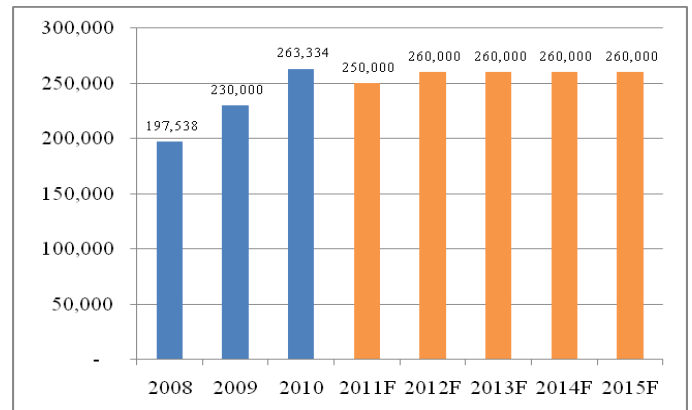
Trong cơ cấu doanh thu của đơn vị, các sản phẩm như Amoniac dư, điện dư, kinh doanh bao bì, và một số sản phẩm khác vẫn tương đối ổn định qua các năm. Lợi nhuận từ các sản phẩm này đem lại không nhiều trong tổng cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của đơn vị. Nguyên nhân chủ yếu do Amoniac và điện DPM sản xuất ra chủ yếu để phục vụ cho hoạt động của đơn vị, vì vậy lượng sản phẩm thừa tiêu thụ ra bên ngoài không nhiều, lợi nhuận của việc sản xuất Amoniac, điện, bao bì,... đã ẩn trong lợi nhuận sản xuất đạm.

**Biểu đồ 1: Sản lượng Urê sản xuất trong nước (tấn)**



Nguồn: DPM, PSI tổng hợp và dự báo

**Biểu đồ 2: Sản lượng Urê nhập khẩu (tấn)**



Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ sản phẩm urê sản xuất trong nước của DPM ổn định từ năm 2006 tới nay khi nhà máy hoạt động hết công suất. Bình Quanah trước đây vào khoảng 730.000 tấn/năm. Sau khi hệ thống thu hồi khí CO<sub>2</sub> đi vào hoạt động trong quý 3/2010 thì sản lượng sản xuất của DPM sẽ ổn định ở mức 800.000 tấn/năm. Theo đánh giá của chúng tôi thì sản lượng này sẽ duy trì từ giờ cho tới khi nhà máy dừng hoạt động mà không có nâng cấp thêm. Việc doanh thu của sản phẩm urê trong tương lai chủ yếu phụ thuộc vào sự biến động giá sản phẩm. Với công suất 800.000 tấn/năm hiện nay thì sản phẩm urê sản xuất trong nước của DPM chiếm khoảng gần 40% thị trường urê Việt Nam. Cùng với đó là lượng urê nhập khẩu hàng năm khoảng 250.000 tấn thì sản lượng urê DPM cung cấp ra thị trường chiếm trên 50%

toàn thị trường. DPM có sức mạnh của nhà phân phối độc quyền khi nắm quá nửa thị trường cung cấp urê trong nước và điều này tạo điều kiện thuận lợi cho việc kinh doanh của DPM khi mà trong giai đoạn 2011 – 2011 có các nhà máy sản xuất urê mới đi vào hoạt động.

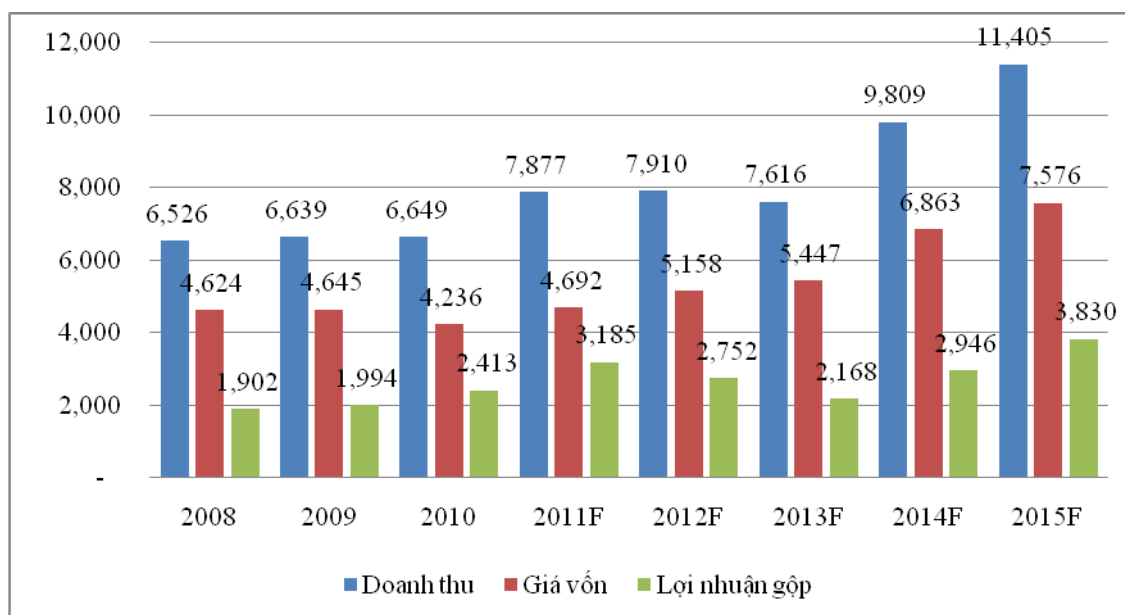
Trong năm 2012, DPM sẽ quản lý vận hành nhà máy Đạm Cà Mau khi nhà máy này đi vào hoạt động, dự kiến DPM sẽ thiết lập hệ thống phân phối và sử dụng chung hệ thống phân phối với Đạm Cà Mau. Điều này sẽ tạo thêm điều kiện chi phối thị trường cho DPM khi mà sản lượng của 2 nhà máy lên tới 1,6 triệu tấn và chiếm 60% tổng sản lượng sản xuất trong nước trong tương lai.

**Bảng 1: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của hoạt động kinh doanh urê.**

	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>	<b>938,727</b>	<b>951,869</b>	<b>1,069,486</b>	<b>1,056,500</b>	<b>1,110,000</b>	<b>1,130,000</b>	<b>1,310,000</b>	<b>1,440,000</b>
Urê sản xuất trong nước	741,189	721,869	806,152	770,000	800,000	800,000	800,000	800,000
Urê nhập khẩu	197,538	230,000	263,334	250,000	260,000	260,000	260,000	260,000
NPK				36,500	50,000	70,000	250,000	380,000
<b>Doanh thu tiêu thụ ( tỷ)</b>	<b>6,526</b>	<b>6,639</b>	<b>6,649</b>	<b>7,877</b>	<b>7,910</b>	<b>7,616</b>	<b>9,809</b>	<b>11,405</b>
Urê sản xuất trong nước	4,804	3,860	4,790	5,313	5,200	4,800	4,800	4,800
Urê nhập khẩu	1,479	2,584	1,527	1,725	1,690	1,560	1,560	1,560
NPK				482	635	840	3,000	4,560
Khác	243	194	331	357	385	416	449	485
<b>Giá vốn hàng bán ( tỷ)</b>	<b>4,624</b>	<b>4,645</b>	<b>4,236</b>	<b>4,692</b>	<b>5,158</b>	<b>5,447</b>	<b>6,863</b>	<b>7,576</b>
Sản xuất trong nước	2,136	2,111	2,712	2,490	2,839	3,053	5,306	6,019
Nhập khẩu	2,488	2,534	1,524	2,202	2,320	2,395	1,557	1,557
<b>Lợi nhuận gộp ( tỷ)</b>	<b>1,902</b>	<b>1,994</b>	<b>2,413</b>	<b>3,185</b>	<b>2,752</b>	<b>2,168</b>	<b>2,946</b>	<b>3,830</b>
LN gộp/Doanh thu (%)	29.1%	30.0%	36.3%	40.4%	34.8%	28.5%	30.0%	33.6%

Nguồn: DPM, PSI dự báo

**Biểu 3: Biểu đồ doanh thu, giá vốn, lợi nhuận của DPM**



Nguồn: DPM, PSI dự báo

## TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG ĐẠM URÊ VÀ PHÂN BÓN



Năm 2010, tổng diện tích đất gieo trồng trong nước ước 12.285.500ha trong đó có khoảng 9.855.550ha là đất gieo trồng thường xuyên và 2.431.000ha là đất trồng cây lâu năm. Ước tính nhu cầu phân bón cần thiết cho nông nghiệp vào khoảng 9,1 triệu tấn, sản xuất trong nước đạt trên 6 triệu tấn, đáp ứng được 67% nhu cầu phục vụ sản xuất nông nghiệp, còn lại là nhập khẩu. Đến nay, sản xuất urê trong nước đã đáp ứng được khoảng 60%, DAP khoảng 15-20%, còn NPK, phân chứa lân đã tương đối đáp ứng đủ nhu cầu.

### **Phân Urê**

Theo ước tính thì nhu cầu Urê hiện nay vào khoảng 2,1 triệu tấn/năm. Trong đó riêng DPM đã đóng góp tổng tiêu thụ gồm sản xuất và nhập khẩu đạt 1,05 triệu tấn/năm đáp ứng 50% thị trường trong nước. Ngoài ra có nhà máy phân đạm Hà Bắc với công suất 165.000 tấn/năm được vận hành từ những năm 60. Đến năm 2012 dự kiến sẽ có thêm 3 nhà máy mới đi vào hoạt động bao gồm: Đạm Cà Mau (800.000 tấn), Đạm Hà Bắc mở rộng (335.000 tấn), đạm Ninh Bình (560.000 tấn). Nâng tổng công suất sản xuất urê cả nước lên mức 2,66 triệu tấn/năm và đáp ứng đủ nhu cầu trong nước và còn dư.

Nguyên liệu sản xuất urê tại 4 nhà máy của Việt Nam thì 2 nhà máy thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) thì sử dụng khí tự nhiên tại mỏ Bạch Hổ và PM-3/CAA, 2 nhà máy thuộc Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam (Vinachem) thì sử dụng than cám 4a từ Quảng Ninh.

Tuy nhiên, vào từng thời điểm vẫn có thể diễn ra việc thiếu đạm khi mùa vụ gieo trồng đến thường vào quý 4 hàng năm. Tuy nhiên trong năm 2010, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu 988.117 tấn urê và dự kiến năm 2011 số lượng nhập khẩu urê sẽ không ít hơn năm 2010 và ước khoảng 1 triệu tấn. Kết thúc 5 tháng đầu năm 2011, sản lượng urê sản xuất trong nước đạt 408.800 tấn tăng 1,9% so với cùng kỳ năm 2010. Dự kiến năm 2012 số lượng nhập khẩu sẽ giảm đi đáng kể do đạm Ninh Bình và đạm Hà Bắc mở rộng đi vào hoạt động.

**Bảng 2: Các dự án phân urê trong nước lớn hiện nay:**

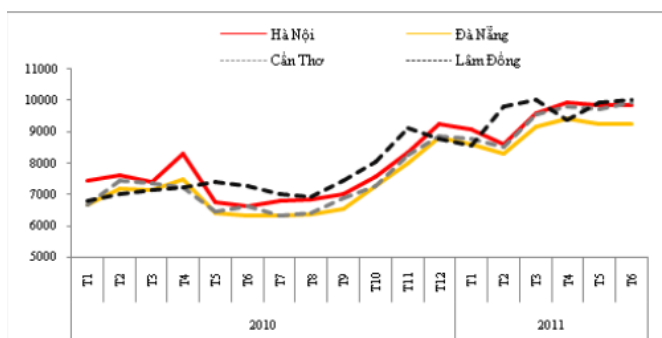
Công ty	Sản phẩm	Sản lượng (tấn)	Thời gian hoạt động
Đạm Phú Mỹ	Urê	800,000	Đã hoạt động
Đạm Cà Mau	Urê	800,000	2012
Đạm Ninh Bình	Urê	560,000	2011
Đạm Hà Bắc	Urê	500,000	2011
<b>Tổng công suất thiết kế</b>		<b>2,660,000</b>	

*Nguồn: PSI tổng hợp*

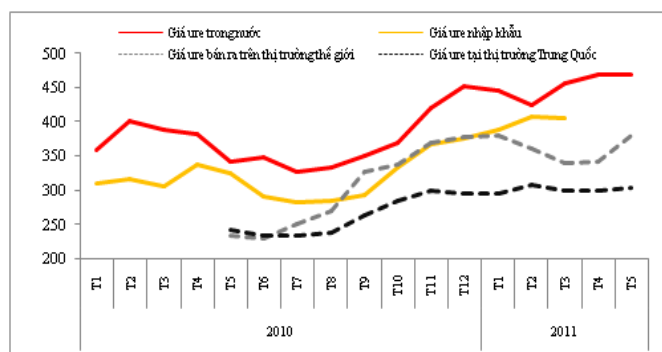
Giá đạm urê thời gian qua đã biến động rất mạnh theo hướng tăng và còn tiếp tục trong tháng 6. Thêm vào đó thị trường phân urê Việt Nam bị phụ thuộc vào thị trường phân bón Trung Quốc bởi nguồn nhập khẩu phân bón chủ yếu của Việt Nam đến từ Trung Quốc (chiếm 60,7% về giá trị và 60,6% về khối lượng nhập khẩu). Sự biến động của giá phân bón tại Trung Quốc cũng như trên thế giới sẽ tác động mạnh tới giá urê trong nước do 50% nhu cầu urê vẫn phải nhập khẩu ít nhất đến hết năm 2011.

**Biểu 4: Giá Urê tại một số địa phương**

**Biểu 5: Giá Urê trên thế giới và trong nước**



Nguồn: Agromonitor, PSI tổng hợp



Nguồn: Agromonitor, PSI tổng hợp

### Phân bón NPK

Sản lượng NPK sản xuất tại Việt Nam hiện nay ước khoảng 2,5 triệu tấn, cung cấp được hầu như đủ nhu cầu trong nước. Tổng nhu cầu NPK trong nước hiện nay ước tính khoảng 2,5 - 3 triệu tấn/năm. Tuy nhiên, đa số sản phẩm NPK trong nước có chất lượng thấp, hàng năm Việt Nam bình quân phải nhập khoảng 250.000 tấn NPK chất lượng cao có bổ sung vi lượng để phục vụ sản xuất. Dây chuyền NPK Phú Mỹ của DPM với công suất 400.000 tấn/năm sẽ sản xuất chủ yếu loại NPK chất lượng cao này phục vụ nhu cầu trong nước. Trong 5 tháng đầu năm 2011, tổng sản lượng NPK sản xuất trong nước ước đạt 791.600 tấn tăng 56,7% so với cùng kỳ năm 2010.

Giá bán NPK hiện nay cũng ở mức khá cao, NPK Bình Điền bán ra ở mức 10,2 triệu – 11,5 triệu đồng/tấn với loại NPK một hạt và ở mức 11 – 13 triệu đồng/tấn với hạt trộn.

**Bảng 3: Một số công ty sản xuất NPK tại Việt Nam**

Công ty	Sản phẩm	Sản lượng (tấn)	Thời gian hoạt động
Phân bón Bình Điền	NPK	450,000	Đã hoạt động
Phân bón Việt Nhật	NPK	350,000	Đã hoạt động
Supe phốt phát và hóa chất Lâm Thao	NPK	720,000	Đã hoạt động
Minh tâm Group	NPK	100,000	Đã hoạt động
Vật tư tổng hợp và phân bón hóa Sinh (HSI)	NPK	120,000	Đã hoạt động
Phân bón hóa chất Cần Thơ	NPK	200,000	Đã hoạt động
NPK Lào Cai	NPK	100,000	Đã hoạt động
NPK Văn Điển	NPK	150,000	Đã hoạt động
Một số nhà máy khác	NPK	360,000	Đã hoạt động
Phân bón Miền Nam NPK 2	NPK	150,000	2011
NPK Phú Mỹ (DPM)	NPK	400,000	2013
<b>Tổng sản lượng NPK</b>		<b>3,050,000</b>	

Nguồn: PSI tổng hợp

### Thị trường DAP

Thị trường phân bón DAP chủ yếu dựa vào nhập khẩu do hiện nay cung trong nước còn ở mức khá thấp. Cả nước hiện nay mới có nhà máy DAP Hải Phòng công suất 400.000 tấn/năm và dự kiến thời gian tới có thêm nhà máy DAP số 2 tại Lào Cai với công suất 660.000 tấn/năm. Nguồn nguyên liệu sản xuất DAP chủ yếu từ quặng Apatit nên việc nhà máy DAP số 2 ở gần mỏ quặng Lào Cai tỏ ra hợp lý về vùng nguyên liệu sản xuất. Tổng công suất dự kiến sản xuất DAP của Việt Nam là 1,06 triệu tấn/năm. Năm 2010, Việt Nam nhập khẩu

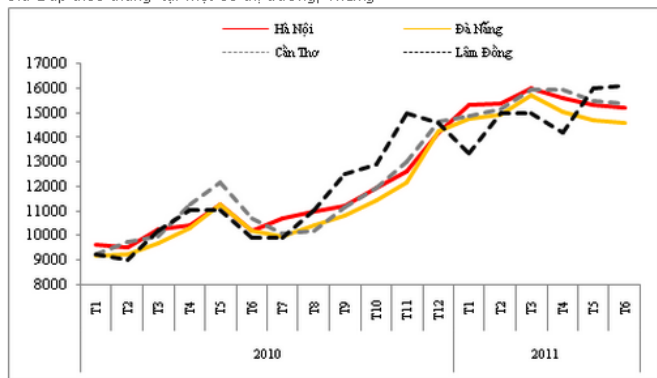
703.728 tấn DAP và chủ yếu từ Trung Quốc (chiếm 97,6% về khối lượng và giá trị nhập khẩu DAP). Khi nhà máy DAP số 2 đi vào hoạt động thì về cơ bản Việt Nam sẽ không phải nhập khẩu DAP và chỉ phải nhập khẩu một lượng nhỏ khoảng 100.000 tấn/năm.

Trong 5 tháng đầu năm 2011, sản lượng DAP sản xuất trong nước đạt 87.200 tấn tăng 70,4% so với cùng kỳ năm 2010.

Giá DAP trong thời gian từ đầu năm 2011 tới nay tương đối ổn định và không có sự tăng giá mạnh như urê. Tuy nhiên, so sánh với năm 2010 thì giá DAP cũng đã tăng rất mạnh so với cùng kỳ với mức tăng từ 40 – 50%. Dự báo giá DAP tiếp tục ổn định trong các tháng tiếp theo của năm 2011 và không có nhiều biến động lớn.

**Biểu 6: Giá DAP tại một số địa phương**

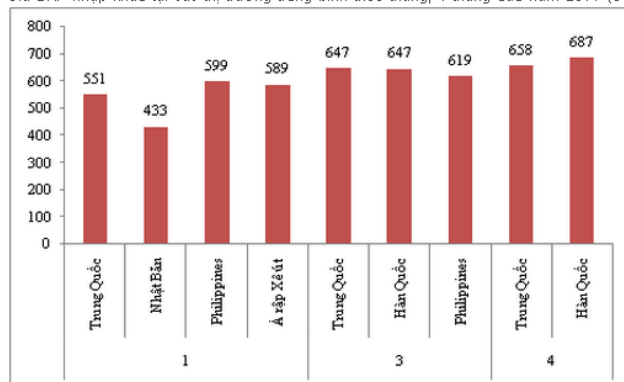
Giá Dap theo tháng tại một số thị trường, Vnd/kg



Nguồn: Agromonitor, PSI tổng hợp

**Biểu 7: Giá DAP nhập khẩu**

Giá DAP nhập khẩu tại các thị trường trung bình theo tháng, 4 tháng đầu năm 2011 (USD/tấn)



Nguồn: Agromonitor, PSI tổng hợp

### Phân lân nung chảy, supe lân

Các sản phẩm supe lân, phân lân nung chảy Việt Nam không phải nhập khẩu mà chủ yếu sản xuất trong nước. Các sản phẩm này được cung cấp rộng rãi bởi các nhà máy phân bón đã hoạt động từ lâu như Supe phốt phát và Hóa chất Lâm Thao, phân lân Văn Điển, phân lân Miền Nam,... với công suất đủ đáp ứng nhu cầu trong nước. Trong 5 tháng đầu năm tổng sản phẩm supe lân và phân lân nung chảy đạt 668.300 tấn. Trong các nhà máy sản xuất loại phân này thì Lâm Thao là đơn vị có công suất lớn nhất cả nước với sản lượng khoảng 800.000 tấn/năm.

Giá bán supe lân, phân lân nung chảy cũng không có nhiều biến động. Giá bán bình quân vào khoảng 560.000 đồng/tấn và tương đối ổn định thời gian qua. Việc sử dụng phân lân nung chảy và supe lân đang giảm dần do các loại phân bón này có hàm lượng dinh dưỡng thấp, nguyên vật liệu sử dụng nhiều và chủ yếu ở dạng thô nên hiệu quả cho sản xuất không cao.

**Bảng 4: Một dự án Supe lân và phân lân nung chảy tại Việt Nam**

Công ty	Sản phẩm	Sản lượng (tấn)	Thời gian hoạt động
Supe lân Lâm Thao	Supe lân, nung chảy	800,000	Đã hoạt động
Supe lân Lào Cao	Supe lân	200,000	Đã hoạt động
Supe Long Thành	Supe lân	150,000	Đã hoạt động
Phân lân Văn Điển	Supe lân, nung chảy	300,000	Đã hoạt động
<b>Tổng sản lượng</b>		<b>1,450,000</b>	

Nguồn: PSI tổng hợp



**Phân SA, phân Kali:** 2 loại phân này Việt Nam hiện nay nhập khẩu toàn bộ từ nước ngoài và không sản xuất trong nước. Sản lượng nhập khẩu năm 2010 của phân SA là 683.077 tấn, sản lượng nhập khẩu của kali là 656.948 tấn.

#### Hoạt động nhập khẩu phân bón tại Việt Nam

Do sản lượng phân bón trong nước còn chưa đáp ứng đủ nhu cầu nên việc nhập khẩu phân bón là không thể tránh khỏi. Trong đó như nhập khẩu urê chiếm 50% nhu cầu trong nước, nhập khẩu DAP chiếm 70% nhu cầu, nhập khẩu SA, Kali chiếm 100% nhu cầu trong nước.

**Bảng 5: Chứng loại phân bón nhập khẩu năm 2010**

Thị trường	Lượng (tấn)	%	Năm 2010		Đơn giá bình quân (USD/tấn)	Năm 2010 so với 2009		
			Giá trị (nghìn USD)	%		% lượng	% trị giá	% đơn giá
Phân Urê	988,117	28%	318,172	26%	322	-31%	-24%	10%
Phân NPK	244,110	7%	95,165	8%	390	-27%	-28%	-1%
Phân DAP	703,728	20%	349,708	29%	497	-28%	-7%	30%
Phân SA	683,077	19%	97,493	8%	143	-41%	-38%	7%
Phân Kali	656,948	19%	265,990	22%	405	36%	-5%	-30%
<b>Tổng</b>	<b>3,513,295</b>	<b>100%</b>	<b>1,217,700</b>	<b>100%</b>	<b>347</b>	<b>-22%</b>	<b>-14%</b>	<b>11%</b>
Tổng tính lại	3,275,980	93%	1,126,528	93%	344	-25%	-17%	11%

Nguồn: <http://tinhtuongmai.vn>

Theo số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan, năm 2010 cả nước nhập khoảng 3,5 triệu tấn phân bón các loại với trị giá 1,2 tỷ USD, giảm 22,25% về lượng và giảm 13,94% về trị giá so với năm 2009. Tất cả các loại phân bón đều được nhập khẩu về với số lượng và trị giá giảm so với năm 2009 ngoại trừ phân Kali.

Trong đó, nhập khẩu phân bón từ top 10 thị trường lớn nhất đạt 3,1 triệu tấn, kim ngạch 1,1 triệu USD, giảm 17,35% về lượng và 3,97% về kim ngạch so với năm 2009. Mức tỷ trọng về kim ngạch top 10 này năm giữ đạt 88,9% trong năm 2010, tăng so với mức tỷ trọng 79,7% trong năm 2009.

Trong top 10 thị trường xuất khẩu phân bón lớn nhất sang Việt Nam năm 2010, Trung Quốc vẫn tiếp tục giữ vị trí quán quân chiếm gần 50% cả về lượng và kim ngạch nhập khẩu phân bón của Việt Nam năm 2010. Tuy nhiên với mức nhập khẩu 1.721 nghìn tấn, kim ngạch 609.48 triệu USD, nhập khẩu phân bón từ thị trường Trung Quốc năm 2010 giảm 9,52% về lượng nhưng lại tăng 4,69% về kim ngạch so với năm 2009.

#### Năm 2011 – Giá phân bón dự kiến vẫn tiếp tục tăng

Từ đầu năm 2011 đến nay, giá phân bón trong nước đang nhích lên từng ngày. Chỉ trong vòng 1 tháng gần đây (tháng 4/2011), giá urê cả nước đã tăng thêm trung bình khoảng 700 đồng/kg. Theo đó, tại Tp. HCM, giá urê đang ở mức 9.500 đồng/kg, tại Đà Nẵng là 9.000 đồng/kg và Cần Thơ là 9.200 đồng/kg. Tại Hà Nội, mức tăng nhẹ hơn với 200 đồng/kg, đạt 9.200 đồng/kg.

Từ thực tế sản xuất, nhập khẩu và kinh doanh phân bón thời gian qua đã cho chúng ta thấy,

không chỉ Việt Nam, mà nhu cầu sử dụng phân bón trên thế giới sẽ tăng nhiều trong năm 2011, trong khi nguồn cung có thể suy giảm đáng kể. Nguyên nhân từ tháng 1 đến khoảng tháng 6-7, nước xuất khẩu lớn trên thế giới là Trung Quốc áp dụng mức thuế 110%, nhằm hạn chế xuất khẩu, ưu tiên cho nhu cầu trong nước. Hàng của Trung Quốc sẽ không xuất đi được một số nước, trong đó có Việt Nam. Như vậy, nguồn cung từ thị trường này sẽ bị thiếu, các thị trường khác sẽ dựa vào đó để tăng giá. Việt Nam lại nhập tới 50% lượng phân bón từ Trung Quốc, nên dự báo mức độ ảnh hưởng rất lớn.

Dự kiến, từ nay đến cuối năm sẽ cung ứng ra thị trường khoảng 320.000 tấn đạm Phú Mỹ và các loại phân bón nhập khẩu khác, đáp ứng khoảng 50% nhu cầu phân đạm cho vụ Đông Xuân 2011, cùng với hơn 150.000 tấn hàng tồn kho lưu thông trên thị trường từ 2010. Như vậy, theo tính toán cung cầu, vụ Đông Xuân này, chỉ cần nhập khẩu dưới 200.000 tấn đạm là đủ nhu cầu và ổn định giá cả thị trường.

Giá nông sản năm nay được dự báo khá tốt, đặc biệt là với những loại nông sản xuất khẩu, nên lượng phân bón nông dân sử dụng sẽ tăng lên, do tăng diện tích canh tác, tăng năng suất sản phẩm, nhu cầu sử dụng phân bón chắc chắn sẽ tăng so với 2010. Trong khi đó, thị trường nguyên liệu thế giới tiếp tục nhiều khó khăn sẽ đẩy doanh nghiệp nhập khẩu vào thế bị thiếu nguồn cung, hoặc phải chấp nhận mức giá cao. Hiện nay, các tỉnh phía Nam đã xuống giống được 1,4 triệu ha lúa Đông Xuân và đến trung tuần tháng 1/2011 cơ bản gieo sạ dứt điểm 150.000 ha còn lại. Do đó, nhu cầu phân bón tại các tỉnh phía Nam sẽ giảm hơn, trong khi đó, các tỉnh phía Bắc lại mới đang chuẩn bị vào vụ nên nhu cầu sẽ dần tăng cao. Tuy nhiên, áp lực cầu phân bón sẽ không quá căng thẳng như thời gian vừa qua, trong khi nguồn cung tiếp tục được cải thiện. Vì vậy, theo dự báo, trong thời gian tới, giá phân bón tại thị trường nội địa sẽ có thể chững lại nhưng vẫn ở mức giá khá cao, tương đương với thời điểm cuối năm 2010.

## ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### *Chỉ tiêu tăng trưởng*

Mức tăng trưởng doanh thu trung bình cả thời kỳ 2006 – 2010 vào khoảng 20,63%/năm. Sau khi tăng trưởng mạnh vào năm 2008 với tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 71,4% thì đến năm 2009 doanh thu của công ty chỉ đạt 6.630 tỷ đồng, tăng 2,4% so với năm 2008. Lợi nhuận sau thuế năm 2009 tăng trưởng âm so với năm 2008 trong bối cảnh khó khăn của ngành. Năm 2010 công ty đẩy mạnh tự sản xuất trong nước, giảm lượng hàng nhập khẩu, mặc dù doanh thu năm 2010 giảm nhẹ so với năm 2009 tuy nhiên lợi nhuận sau thuế lại tăng trưởng mạnh đạt 1.703 tỷ đồng, tăng 26,32% so với năm 2009, nguyên nhân là do chi phí khấu hao tài sản của DPM giảm mạnh trong năm 2010 nguyên nhân là do phần lớn các tài sản cố định đều đã hết thời gian khấu hao dẫn đến chi phí khấu hao TSCĐ năm 2010 giảm mạnh so với năm 2009 (1.038 tỷ năm 2010 giảm 51% xuống còn 687 tỷ năm 2009).

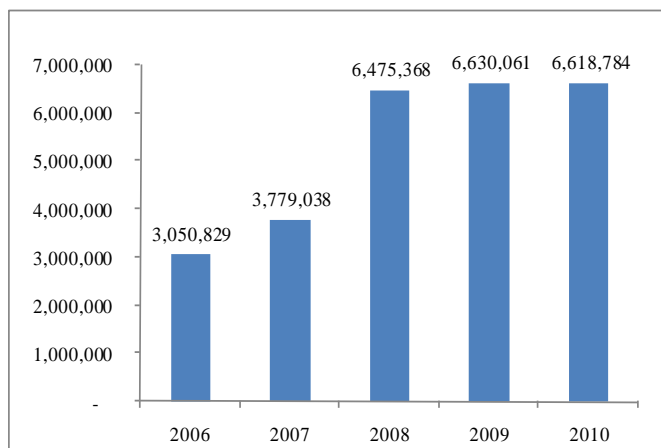
### *Khả năng sinh lời*

Biên lợi nhuận gộp của DPM được duy trì ở mức cao với trung bình giai đoạn từ năm 2006-2010 đạt 34,13%, đây là mức sinh lời cao đối với doanh nghiệp sản xuất. Tỷ lệ lợi nhuận gộp trong năm 2010 cải thiện đáng kể so với năm 2009, đạt 36% so với 30% năm 2009 do công ty đẩy

mạnh tự sản xuất cũng như chi phí khấu hao năm 2010 giảm xuống đáng kể so với năm 2009.

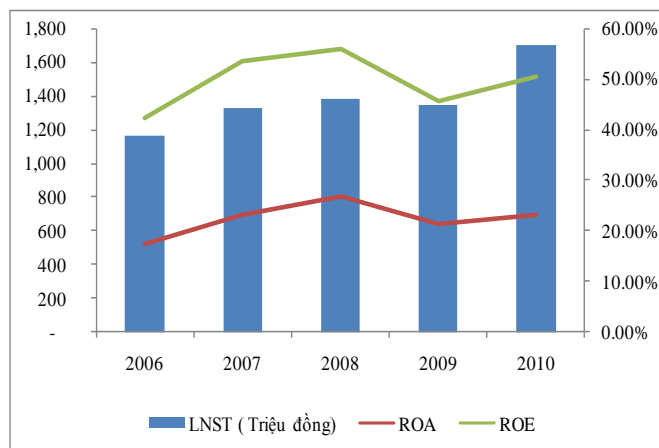
Tổng tài sản của DPM mặc dù tăng mạnh trong năm 2009 (tăng 22,3% so với năm 2008) và năm 2010 (tăng 16,8% so với năm 2009), tuy nhiên chỉ tiêu ROA vẫn được duy trì ở mức cao trên 20%, đạt 21,28% năm 2009 và 23% năm 2010. Chỉ tiêu ROE cũng được duy trì ở mức cao, đạt 27,44% năm 2010.

**Biểu đồ 3: Doanh thu qua các năm**



Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

**Biểu đồ 4: LNST qua các năm**



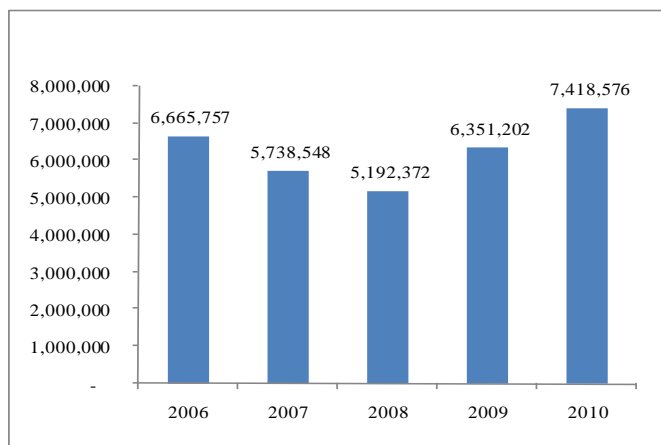
Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

### **Khả năng thanh toán và cơ cấu vốn**

DPM có nguồn tiền mặt lớn hàng năm. Lượng tiền mặt này thường xuyên ở mức khoảng 3.000 tỉ đồng giúp đơn vị không phải sử dụng nhiều vốn vay trong hoạt động kinh doanh, cũng như thu được hiệu quả từ hoạt động tài chính.

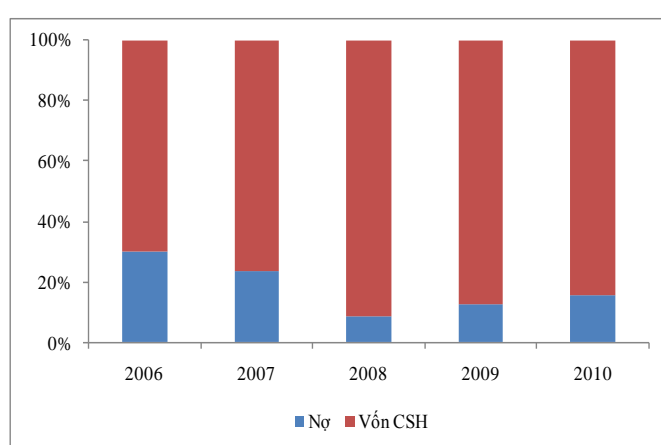
Vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng chủ yếu trong nguồn vốn, chiếm hơn 80% trong tổng nguồn vốn giúp Công ty tận dụng được nguồn vốn tự có, giảm bớt sự lệ thuộc vào nguồn vốn vay và áp lực về chi phí lãi vay trong điều kiện lãi suất tăng cao như hiện nay.

**Biểu đồ 6: Tổng tài sản qua các năm**



Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

**Biểu đồ 7: Cơ cấu vốn qua các năm**

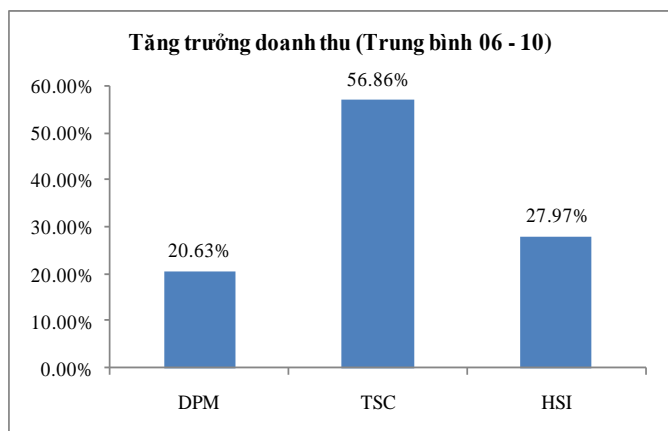


Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

So sánh với các công ty trong ngành phân bón đang niêm yết trên cả hai sàn và các công ty chưa niêm yết cùng ngành thì DPM là đơn vị hoạt động hiệu quả nhất nhờ công nghệ sản xuất vượt trội, tiết kiệm chi phí sản xuất, kinh doanh. Mức biên lợi nhuận gộp của DPM đạt 34,13% trong

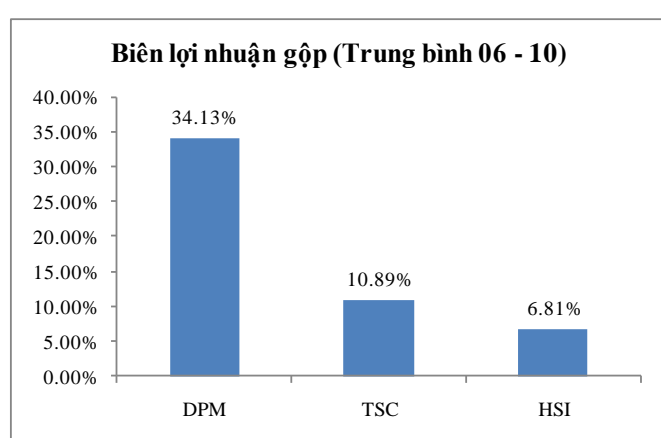
giai đoạn 2006-2010 thể hiện rõ hiệu quả trong hoạt động, cao gấp ba lần so với đơn vị thứ 2 (TSC). LNST/Doanh thu của DPM cũng đạt 28,14% cao gấp 10 lần đơn vị đứng vị trí thứ 2 là HSI.

**Biểu đồ 7 : So sánh về tăng trưởng doanh thu**



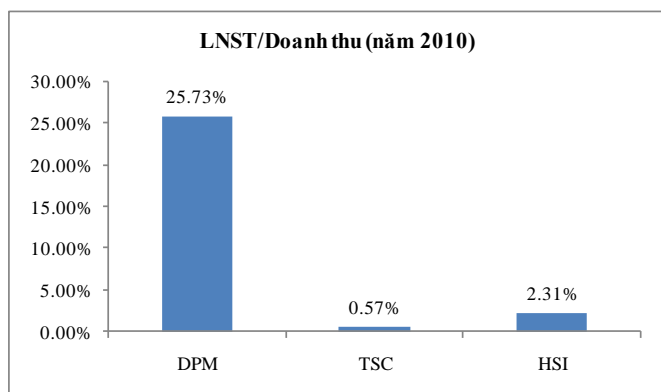
Nguồn: PSI tổng hợp

**Biểu đồ 8 : So sánh về biên lợi nhuận gộp**



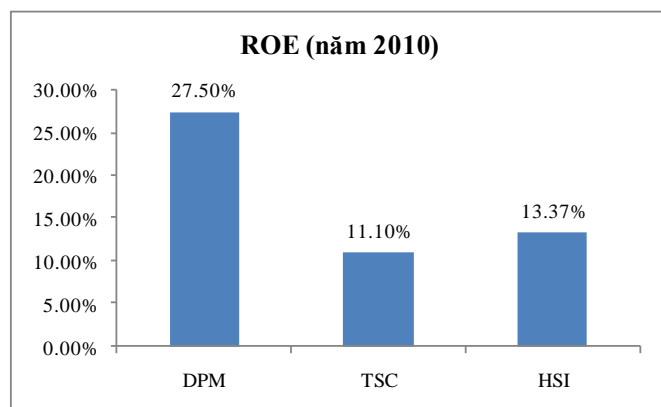
Nguồn: PSI tổng hợp

**Biểu đồ 9 : So sánh về biên LNST/DT**



Nguồn: PSI tổng hợp

**Biểu đồ 10: So sánh về tăng trưởng ROE**



Nguồn: PSI tổng hợp

## MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Hiện nay, DPM đang có hàng loạt dự án đầu tư nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh. Trong năm 2011, dự kiến sẽ tiếp tục giải ngân khoảng 1.584 tỷ đồng cho các dự án, trong đó có một số dự án lớn đáng kể đến như:

**Bảng 6: Các dự án đang đầu tư**

STT	Tên dự án	Vốn đầu tư	Thời gian hoàn thành dự kiến
<b>I Dự án Đầu tư XDCB</b>			
1	Dự án Axit sulphuric và Sulfat amon	20 triệu USD	2013
2	Dự án NPK	63 triệu USD	2013
<b>II Dự án góp vốn</b>			
1	Dự án cao ốc Mạc Đình Chi	4,3 triệu USD	2011

Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

## DỰ BÁO TÀI CHÍNH

### Giả định doanh thu, giá vốn:

Dựa trên dự báo sản lượng tiêu thụ của DPM trong tương lai cũng như sự thay đổi về giá bán sản phẩm, giá Urê nhập khẩu chúng tôi xác định mô hình định giá DPM với sản lượng giá bán thay đổi như bên dưới.

Nguồn khí đầu vào chủ yếu vẫn đến từ việc khai thác tiếp tục khí từ mỏ khí Nam Côn Sơn, thông qua nhà cung cấp là Tổng công ty Khí Việt Nam. Giá bán khí từ 1/1/2010 – 31/3/2010 là 2,98 USD/MM BTU và 3,55 USD/MMBTU từ ngày 1/4/2010-31/12/2010. Dự kiến giá khí bán cho DPM sẽ tiếp tục điều chỉnh theo hướng tiệm cận giá giao dịch trên thị trường. Tốc độ tăng giá khí ít nhất 2%/năm trong tương lai.

Chi phí khấu hao của DPM giảm mạnh từ năm 2010 và tiếp tục giảm còn khoảng 281 tỷ năm 2011 do dây chuyền sản xuất sẽ khấu hao hết trong năm 2010 và chủ yếu khấu hao phần dây truyền thu hồi CO<sub>2</sub> và một số tài sản khác. Năm 2013 chi phí khấu hao sẽ tăng mạnh trở lại khi dây truyền sản xuất axit sulphuric và dự án nhà máy NPK Phú Mỹ đi vào hoạt động với chi phí 83 triệu USD tương đương với 1.800 tỷ đồng và chi phí khấu hao cũng tăng mạnh lên mức khoảng 450 tỷ đồng/năm từ năm 2014.

Chi phí tài chính dựa trên lượng tiền vay ngắn hạn và vay dài hạn dự kiến hàng năm trên bảng cân đối kế toán.

### Các giả định khác:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2011 đạt khoảng 18,5% so với năm 2010 và năm 2012 đạt 0,4% so với năm 2011, từ 2013 – 2015 đạt khoảng 13,77%/năm. Theo đánh giá của chúng tôi việc doanh thu trong giai đoạn 2011 – 2013 chủ yếu do tăng giá sản phẩm bán ra, còn trong năm 2014 – 2015 do dây truyền mới đi vào hoạt động là chính.
- Tỷ lệ giá vốn/doanh thu sẽ ở mức 66,9% trong giai đoạn 2011-2015.
- Chi phí bán hàng/doanh thu sẽ ở mức 5%.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu trung bình chiếm 6,16%.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình 7 năm với các loại tài sản, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn đăng ký sẽ giữ nguyên ở mức 3.800 tỉ.
- Tỷ lệ chia thưởng cổ tức ở mức 25%/năm.
- 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 thuế suất ưu đãi giảm 50% từ đây đến năm 2014. Đối với các hoạt động kinh doanh khác Tổng công ty có nghĩa vụ nộp thuế TNDN theo thuế suất 25% tính trên thu nhập chịu thuế.

### ***Bảng 7: Dự báo tài chính DPM***



Chỉ tiêu	2008	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu thuần	6,475	6,630	6,619	7,849	7,884	7,581	7,960	8,756
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1,495	1,507	1,903	2,662	2,209	1,614	2,267	2,487
Lợi nhuận trước thuế	1,501	1,520	1,922	2,691	2,239	1,643	2,297	2,520
Lợi nhuận thuần	1,384	1,348	1,703	2,366	1,968	1,443	2,019	1,889
ROA	26.7%	21.3%	23.0%	26.3%	19.5%	13.6%	17.9%	16.0%
ROE	29.4%	24.4%	27.4%	31.0%	22.8%	15.8%	21.0%	18.9%

Nguồn: DPM, PSI dự báo

## ĐỊNH GIÁ

### Phương pháp định giá

Với phương pháp DCF, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng bền vững của DPM đạt mức 5%, hệ số beta là 1.35, lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm được công bố là 12.8%. Thuế thu nhập doanh nghiệp PVS phải áp dụng trung bình cho giai đoạn 2011-2015 là 14,6%. Với các chỉ số này thì giá vốn trung bình là 14,3%.

Với phương pháp thận trọng chúng tôi sử dụng số vốn cuối năm 2010 là 380 triệu cổ phần để tính giá trị trung bình một cổ phiếu

Chúng tôi vẫn sử dụng mức PE và PB chung của cả thị trường (PE 7,5 lần và PB 1.5 lần) để định giá cổ phiếu DPM. Trung bình của 3 phương pháp ra mức giá cổ phiếu DPM làm tròn là **37.500 VNĐ/cp**.

**Bảng 8: Dự báo tài chính DPM**

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
DCF ( $g=5\%$ , $WACC=14,3\%$ )	47,090	30%	14,127
PE	46,766	35%	16,368
PB	20,025	35%	7,009
<b>Giá trung bình</b>		<b>100%</b>	<b>37,504</b>

Nguồn: PSI dự báo

**PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH**
*Đơn vị: tỷ đồng*

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	3,866.9	4,825.6	6,993.6	8,188.1	8,941.2	8,347.8	9,251.6
Tiền và các khoản tương đương tiền	2,906.1	3,748.5	5,586.2	6,676.3	7,373.3	6,750.4	7,418.8
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	115.0	58.5	87.8	105.3	126.4	189.5	284.3
Các khoản phải thu ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-
Hàng tồn kho	569.3	671.3	840.2	923.8	975.6	920.1	1,012.1
Tài sản ngắn hạn khác	85.2	97.3	122.7	124.5	121.1	125.6	138.2
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	2,484.3	2,593.0	2,013.5	1,924.0	1,713.2	2,925.6	2,575.0
Tài sản cố định	1,723.8	1,719.0	822.4	698.0	490.4	1,694.6	1,239.4
1. Tài sản cố định hữu hình	933.3	899.1	660.3	464.4	248.9	1,558.2	1,119.0
2. Tài sản cố định thuê tài chính	-	-	-	-	-	-	-
3. Tài sản cố định vô hình	85.4	96.1	96.1	94.2	92.1	89.7	86.9
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	705.0	723.8	66.0	139.3	149.4	46.7	33.6
Bất động sản đầu tư	-	174.1	165.4	156.6	147.9	139.2	130.4
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	453.1	370.7	662.7	671.9	656.1	695.9	771.2
Tài sản dài hạn khác	307.4	329.2	363.0	397.5	418.8	395.9	434.0
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	6,351.2	7,418.6	9,007.1	10,112.0	10,654.4	11,273.4	11,826.6
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	794.3	1,161.6	1,334.3	1,421.5	1,470.7	1,590.7	1,774.5
Nợ ngắn hạn	565.6	897.3	996.6	1,010.2	982.8	1,021.0	1,118.2
Nợ dài hạn	228.7	264.3	337.7	411.3	487.9	569.7	656.3
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	5,555.4	6,220.5	7,636.3	8,654.0	9,147.2	9,646.3	10,015.6
Vốn chủ sở hữu	5,487.9	6,193.8	7,609.5	8,627.3	9,120.5	9,619.5	9,988.9
1. Vốn đầu tư của chủ sở hữu	3,800.0	3,800.0	3,800.0	3,800.0	3,800.0	3,800.0	3,800.0
2. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	1,228.2	1,288.4	2,704.1	3,721.9	4,215.1	4,714.1	5,083.5
Nguồn kinh phí và quỹ khác	47.5	26.7	26.7	26.7	26.7	26.7	26.7
Lợi ích cổ đông thiểu số	21.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	6,351.2	7,418.6	9,007.1	10,112.0	10,654.4	11,273.4	11,826.6

*Nguồn: DPM, PSI dự báo*

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	6,630.1	6,618.8	7,849.3	7,883.7	7,580.6	7,959.6	8,755.6
Giá vốn hàng bán	4,644.8	4,236.1	4,691.5	5,158.5	5,447.4	5,137.6	5,651.4
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,985.2</b>	<b>2,382.7</b>	<b>3,157.8</b>	<b>2,725.2</b>	<b>2,133.2</b>	<b>2,822.0</b>	<b>3,104.2</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	181.2	343.1	472.6	474.6	456.9	479.8	527.8
Chi phí tài chính	80.7	81.0	90.2	108.4	126.7	143.1	164.1
Trong đó: Chi phí lãi vay	80.7	8.3	90.2	108.4	126.7	143.1	164.1
Chi phí bán hàng	293.8	331.8	393.2	394.8	380.1	399.1	439.0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	285.3	409.9	485.6	487.6	469.5	493.0	542.2
<b>Lợi nhuận (lỗ) thuần từ HĐKD</b>	<b>1,506.6</b>	<b>1,903.0</b>	<b>2,661.5</b>	<b>2,209.0</b>	<b>1,613.9</b>	<b>2,266.6</b>	<b>2,486.6</b>
Thu nhập khác	19.6	37.0	47.3	47.5	45.7	48.0	52.8
Chi phí khác	9.2	23.2	27.5	27.6	26.6	27.9	30.7
Lợi nhuận khác	10.4	13.8	19.8	19.9	19.1	20.1	22.1
Lợi nhuận (lỗ) trong công ty liên kết	2.7	4.8	9.9	10.1	9.8	10.4	11.6
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,519.7</b>	<b>1,921.6</b>	<b>2,691.2</b>	<b>2,238.9</b>	<b>1,642.8</b>	<b>2,297.1</b>	<b>2,520.2</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	163.8	227.5	321.8	267.5	196.0	274.4	627.2
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	4.6	(12.7)	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>1,351.3</b>	<b>1,706.9</b>	<b>2,369.5</b>	<b>1,971.5</b>	<b>1,446.9</b>	<b>2,022.7</b>	<b>1,893.1</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	3.0	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của Công ty Mẹ</b>	<b>1,348.3</b>	<b>1,703.2</b>	<b>2,365.8</b>	<b>1,967.8</b>	<b>1,443.2</b>	<b>2,019.0</b>	<b>1,889.4</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	3,548.2	4,482.0	6,225.8	5,178.4	3,797.9	5,313.2	4,972.0

Nguồn: DPM, PSI dự báo

<b>BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>3,155.2</b>	<b>2,941.2</b>	<b>2,390.5</b>	<b>2,136.4</b>	<b>1,632.6</b>	<b>2,632.8</b>	<b>2,304.7</b>
Lợi nhuận trước thuế	1,519.7	1,921.6	2,691.2	2,238.9	1,642.8	2,297.1	2,520.2
Khấu hao	1,038.1	687.3	290.6	299.5	296.9	571.5	596.6
Thay đổi vốn lưu động	1,385.1	637.3	(693.9)	(511.0)	(432.9)	(380.2)	(979.9)
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(962.6)</b>	<b>(1,265.4)</b>	<b>322.7</b>	<b>(175.5)</b>	<b>(64.8)</b>	<b>(1,806.8)</b>	<b>(207.9)</b>
Chi cho mua sắm TSCĐ và các tài sản dài hạn khác	(759.3)	(992.5)	614.7	(166.4)	(80.6)	(1,767.0)	(132.7)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ và các tài sản dài hạn khác	-	12.3	-	-	-	-	-
Chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(135.0)	-	(292.0)	(9.2)	15.7	(39.8)	(75.2)
Thu hồi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	30.0	-	-	-	-	-	-
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ tài chính</b>	<b>(227.3)</b>	<b>(833.4)</b>	<b>(875.5)</b>	<b>(870.9)</b>	<b>(870.7)</b>	<b>(1,448.9)</b>	<b>(1,428.3)</b>
Thu từ phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp của chủ sở hữu	-	-	-	-	-	-	-
Tiền chi trả vốn góp cho các chủ sở hữu, mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp đã phát hành	(8.2)	(40.0)	-	-	-	-	-
Tăng/giảm các khoản vay	1,141.0	126.1	78.2	82.8	83.0	74.8	95.4
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>1,965.3</b>	<b>842.3</b>	<b>1,837.7</b>	<b>1,090.1</b>	<b>697.0</b>	<b>(622.8)</b>	<b>668.4</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	942.7	2,906.1	3,748.5	5,586.2	6,676.3	7,373.3	6,750.4
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>2,906.1</b>	<b>3,748.5</b>	<b>5,586.2</b>	<b>6,676.3</b>	<b>7,373.3</b>	<b>6,750.4</b>	<b>7,418.8</b>

Nguồn: DPM, PSI dự báo

## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Báo cáo này được thực hiện bởi Ban Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

**Người đọc cần lưu ý:** Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.



**PSI**

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

### **BAN PHÂN TÍCH**

#### **Giám Đốc ban**

**Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn**

**Chuyên viên Phân tích:** **Nguyễn Minh Hạnh – hanhnm@psi.vn**

**Hồ Thị Thanh Hoàn – hoanhtt@psi.vn**

#### **Nghiên cứu thị trường, vĩ mô**

**Ngô Hồng Đức**  
ducnh@psi.vn

**Đào Hồng Dương**  
duongdh@psi.vn

#### **Phân tích ngành, công ty**

**Nguyễn Minh Hạnh**  
hanhnm@psi.vn

**Đoàn Thị Vân Anh**  
anhdtv1@psi.vn

**Nguyễn Anh Tuấn**  
tuanna1@psi.vn

**Hồ Thị Thanh Hoàn**  
hoanhtt@psi.vn