

TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ (HOSE :DPM)

Ngành: Nguyên vật liệu cơ bản

Cập nhật ngày : 21/02/2012

Trần Thị Thủy Tiên, Chuyên viên phân tích

Email: tienttt@fpts.com.vn

Khối phân tích và tư vấn đầu tư

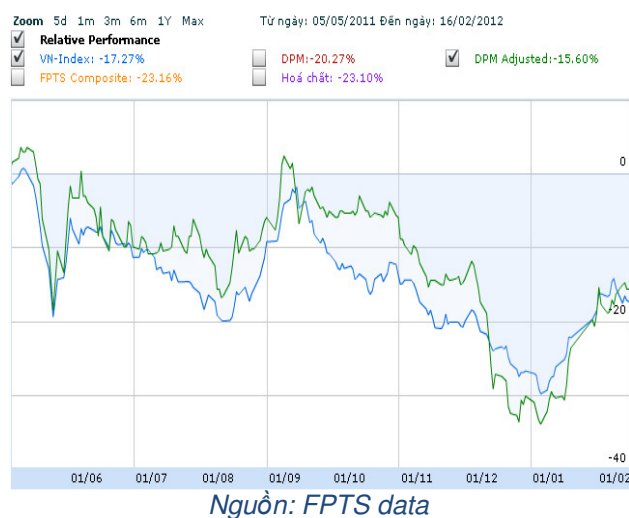
CTCP Chứng Khoán FPT – FPTS

www.fpts.com.vn

Giá hiện nay: 30.000 VND

Khuyến nghị: TRUNG LẬP

Diễn biến giao dịch cổ phiếu PVFCCo



Thông tin giao dịch

Chi tiêu	21/02/2011
Giá thấp nhất trong 52 tuần	22.500 vnd
Giá cao nhất trong 52 tuần	40.700 vnd
KLGD BQ trong 90 ngày	328.847 cổ phiếu
Cổ phiếu lưu hành	377.647.740 cp
Vốn hóa thị trường	10.913 tỷ đồng

Các chỉ số chính tóm tắt

Chỉ tiêu	2011
Cổ phiếu lưu hành	377.647.740 cp
Vốn điều lệ	3.800 tỷ đồng
Tổng tài sản	9.370 tỷ đồng
Vay nợ	9,2 tỷ đồng
Dự phóng	2011E 2012F

Bài toán đầu ra cần được triển khai nhanh chóng

Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (PVFCCo) được thành lập ngày 28/03/2003 và chính thức đi vào hoạt động từ ngày 19/01/2004. Công ty có Nhà máy đạm Phú Mỹ đặt tại KCN Phú Mỹ 1 - Bà Rịa, Vũng tàu đi vào khai thác từ tháng 09/2004. Lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính của Công ty là sản xuất phân đạm (với công suất 800 ngàn tấn đạm/năm). Sản lượng Đạm Phú Mỹ đáp ứng khoảng 50% nhu cầu phân bón trong nước hiện nay nếu chưa tính đến việc đảm nhận phân phối Nhà máy Đạm Cà Mau của Công ty TNHH MTV Phân bón Dầu khí Cà Mau (PVCFC) quản lý trong năm 2012.

▪ Theo tính toán của Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, nhu cầu phân bón các loại của cả nước trong năm 2012 sẽ khoảng 9,9 triệu tấn trong khi đó là khả năng sản xuất trong nước là 7,25 triệu tấn. Trong đó, phân NPK 3,5 triệu tấn, phân Urê (đạm) 2 triệu tấn, phân lân các loại 1,8 triệu tấn, DAP 950 nghìn tấn, kali 920 nghìn tấn, đạm SA 710 nghìn tấn

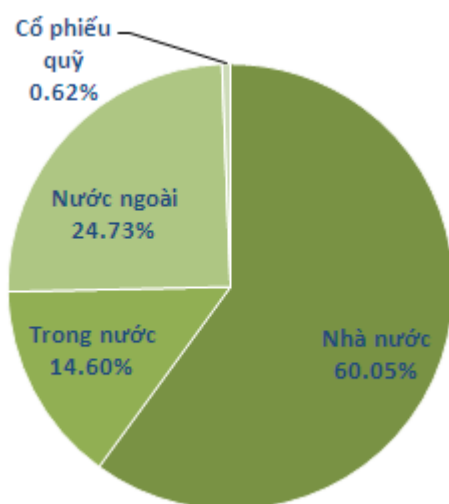
Trong các loại phân bón chủ lực trên, thì đến năm 2012, Việt Nam đã hoàn toàn tự túc được NPK, lân

Doanh thu (Tỷ đồng)	9.226.533	13.992.830
LNTT (Tỷ đồng)	3.509.131	2.516.474
LNST (Tỷ đồng)	3.139.955	2.327.738
Cổ tức	20%	20%

Định giá	2011E	2012F
Book value	21.842	25.967
EPS	8.219	6.068
P/BV	1,77	1,5
P/E	6,43	4,74

Nguồn: FPTs dự phóng trên Vốn điều lệ hiện nay

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: PVFCCo

và Urê. Còn đối với phân DAP, dù hiện đã có Nhà máy DAP Đình Vũ (Hải Phòng) với công suất 330 nghìn tấn/năm, nhưng cũng chỉ đáp ứng được 35% nhu cầu cả nước. Còn 2 loại phân quan trọng khác là SA và kali vẫn phải nhập 100% từ nước ngoài, bởi trong nước hiện nay chưa có nhà máy nào sản xuất 2 loại phân bón này.

▪ **Hiệp hội Phân bón Việt Nam (FAV) cho biết, năm 2012, lần đầu tiên Việt Nam sẽ tự túc được hoàn toàn nhu cầu phân đạm Urê**

Do có thêm Nhà máy đạm Cà Mau của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) công suất 800 nghìn tấn/năm và Nhà máy Phân bón Ninh Bình của Tập đoàn Công nghiệp hóa chất Việt Nam công suất 500 nghìn tấn/năm đi vào hoạt động vào cuối Q.2/2012, ngoài ra còn có Dự án Đạm Hà Bắc đang trong giai đoạn mở rộng và nâng tổng công suất từ 180.000 tấn/năm lên 500.000 tấn/năm vào năm 2013. Do đó tổng công suất đạm Urê năm 2012 dự kiến lên 2,28 triệu tấn, tăng hơn gấp đôi so với năm 2011. Trong khi đó, nhu cầu Urê năm 2012 chỉ khoảng 2 triệu tấn.

▪ **Về kế hoạch kinh doanh 2012 hợp nhất, PVFCCo đặt mục tiêu trong năm 2012 với tổng doanh thu dự kiến đạt 15.810 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế ước đạt 2.000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế dự kiến thực hiện được 1.787 tỷ đồng**

Xét về mặt doanh thu, PVFCCo có sự tăng trưởng mạnh mẽ so với năm 2011 gần 77% do năm 2012 do PVFCCo trở thành đơn vị duy nhất phân phối phân Đạm cho nhà máy Đạm Cà Mau. Thêm vào đó từ giữa năm 2011, PVFCCo đã triển khai bán hàng để tham dò thị trường đối với sản phẩm NPK (36.000

Các sản phẩm chính của PVFCCo

1. Dòng sản phẩm
Đạm Phú Mỹ hiện
nay



2. Dòng sản phẩm
NPK Phú Mỹ chuẩn
bị ra đời



3. Amôniac lỏng



4. Nguồn điện dư được hoà lên mạng lưới điện
quốc gia từ tháng 09/2004 với công suất khoảng
2.000MW/tháng.

Nguồn: PVFCCo

tấn năm 2011 và dự kiến 60.000 tấn năm 2012) do đối tác Việt Nhật sản xuất, tuy nhiên tỷ suất sinh lợi gộp có khả năng giảm mạnh từ 43,5% năm 2011 xuống còn 26% năm 2012, do các yếu tố sau: **1)** Giá vốn hàng bán của Đạm Cà Mau sẽ cao hơn PVFCCo do nhà máy mới đưa vào hoạt động nên chi phí khấu hao trong giá vốn hàng bán của Đạm Cà Mau sẽ cao hơn tại Nhà máy Đạm Phú Mỹ đã khấu hao hết; **2)** Giá khí năm 2011 đã tăng từ 3,62 USD/triệu BTU lên 4,59 USD/triệu BTU và tiếp tục tăng thêm từ 4,59USD lên 6,43USD/triệu BTU (tăng 40%) trong năm 2012, chi phí vận chuyển, bốc xếp cũng tăng từ 20 - 25%....; **3)** Công nghệ sản xuất của nhà máy Đạm Phú Mỹ là công nghệ cao nhất nước hiện nay trong khi đó Công nghệ sản xuất tại Đạm Cà Mau do Trung Quốc đảm nhận thầu nên việc đẩy mạnh tiêu thụ Đạm Cà Mau sẽ có nhiều hạn chế hơn về mặt công nghệ cũng như giá thành.

▪ Để có thể vượt qua những thách thức và khó khăn trong ngắn hạn cũng như dài hạn đó là cả một chặng đường dài mà PVFCCo sẽ phải trải qua, PVFCCo cũng đã vạch ra những định hướng để giúp tăng cường hiệu quả kinh doanh như sau: **1)** Khởi công xây dựng nhà máy sản xuất phân NPK công suất 400.000 tấn/năm; hoàn thành báo cáo dự án đầu tư sản xuất Amoniac, hoạt chất diệt cỏ Glyphosate công suất 20.000 tấn/năm... Những dự án này sẽ góp phần quan trọng nhằm đa dạng hóa sản phẩm, tạo bước nhảy vọt về doanh thu và từ đó tạo cơ sở vững chắc cho sản xuất, kinh doanh phát triển

2) Tích cực chuẩn bị cho công tác tiêu thụ Urê hạt đục Cà Mau trong nước và xuất khẩu sang thị

trường Campuchia, Thái Lan, Philippines, Myanmar... Hơn nữa, PVFCCo cũng đã ký hiệp ước xuất khẩu với các đối tác Nhật Bản và Thụy Sĩ để mở rộng thêm thị trường xuất khẩu.

▪ **Một điều mà chúng tôi quan tâm hơn cả là với vai trò là nhà phân phối chủ chốt cho nhà máy Đạm Cà Mau sẽ giúp gì cho PVFCCo chiếm lĩnh thị phần cũng như biên lợi nhuận gộp sẽ tăng như thế nào**

Việc chiếm lĩnh thị phần phân Đạm từ 50% hiện nay lên 80 - 90% năm 2015 là điều dễ hiểu khi mà hiện nay PVFCCo cũng như PVCFC có nhiều ưu thế hơn về mặt công nghệ do sản phẩm với nguồn nguyên liệu chính từ Khí đồng hành và Khí thiên nhiên được Chính Phủ hỗ trợ về nhiều mặt mà cụ thể giá đầu vào ưu đãi hơn giá thị trường. Tuy nhiên, doanh thu tăng sẽ không đồng nghĩa lợi nhuận sẽ tăng bởi:

1) Nhà máy Đạm Cà Mau vừa đi vào hoạt động chắc chắn chi phí khấu hao sẽ cao hơn nhiều so với PVFCCo khi sản xuất cùng 1 đơn vị sản phẩm. Trong khi đó, những lo ngại về việc PVFCCo có khả năng mua lại Đạm Cà Mau vẫn chưa ngã ngũ khi mà hiện nay tạm thời PVN giao cho PVFCCo quản lý và vận hành Đạm Cà Mau trong 2 năm. Được biết Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) đang tìm đối tác để bán lại 49% cổ phần trong dự án Nhà máy Đạm Cà Mau nếu việc bán ra bên ngoài không thành công thì khả năng PVFCCo sẽ tiếp tục là đơn vị quản lý và vận hành tiếp tục hoặc có thể biểu quyết thông qua ĐHCĐ về việc mua lại cổ phần Nhà máy Đạm Cà Mau khi mà hiện nay Tập đoàn Dầu khí Việt Nam chiếm trên 60%. 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 với chi xây dựng là 380 triệu USD (tính theo thời điểm nhà máy đưa vào hoạt động cuối năm 2004) thì chi phí xây dựng nhà máy cao gấp hơn 2 lần, đó là chưa kể đến quy đổi theo tỷ giá hiện nay.

2) 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.

3) Phân U-rê hạt đục là loại phân rất tốt, do chậm tan và ít bị bay hơi hơn so với loại U-rê hạt trong nên hiệu suất sử dụng cao hơn, có thể bón trực tiếp cho cây trồng hoặc dùng làm nguyên liệu sản xuất các loại phân hỗn hợp khác như NPK. Do đặc tính 2 loại phân Urê hạt trong của PVFCCo và hạt hạt đục của PVCFC có phần khác nhau, đặc biệt là về tính năng Urê hạt đục có phần vượt trội hơn nên việc đẩy mạnh tiêu thụ Urê hạt trong sẽ chịu nhiều sự cạnh tranh hơn khi có thêm sản

phẩm Urê hạt đục.

Khuyến nghị:

Năm 2012, chi phí sản xuất đầu vào của PVFCCo tăng khá mạnh, nhất là giá khí do PVN cung cấp tăng 40% từ 4,59USD lên 6,43USD/triệu BTU. Tuy nhiên, khoản chi phí đội lên này phần nào được bù đắp bởi chi phí khấu hao giảm bớt trong năm. Cùng với xu hướng giá Urê có khả năng sẽ không tăng tốt như trong năm 2011 vừa qua vì mặt bằng giá hiện đang giữ ở mức cao, chúng tôi dự phóng DPM có thể đạt được khoảng 2.327 tỷ lợi nhuận sau thuế cho năm 2012, là mức lợi nhuận thấp hơn với năm trước. Theo đó, tại giá thị trường 30.000 đồng/cp, DPM đang được giao dịch ở mức P/E trailing là 3,65x và P/E forward là 4,94x. Đây là mức P/E khá tốt có thể cân nhắc cho quyết định đầu tư, tuy nhiên việc sáp nhập PVCFC vào PVFCCo vẫn chưa đi đến kết quả cuối cùng, trực tiếp ảnh hưởng làm giảm tính hấp dẫn và thanh khoản của cổ phiếu DPM trên thị trường. Do đó Chúng tôi giữ quan điểm trung lập và không có khuyến nghị mua/bán nào cho cổ phiếu PVFCCo cho đến khi các thông tin cụ thể hơn về việc định hướng cách tổ chức trong PVCFC vào PVFCCo được công bố chính thức.

Một số chỉ tiêu tài chính quan trọng

KẾT QUẢ KINH DOANH	2008	2009	2010	2011	2012E
Doanh thu thuần	6.475.368	6.630.061	6.618.784	9.226.533	13.992.830
Tăng trưởng doanh thu	71.35%	2.39%	-0.17%	39.40%	52%
Lợi nhuận gộp	1.851.243	1.985.244	2.382.689	4.035.279	3.601.754
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1.494.865	1.506.625	1.903.043	3.492.077	2.516.474
Lợi nhuận sau thuế	1.385.292	1.351.284	1.706.869	3.139.956	2.327.739

Khả năng sinh lời	2008	2009	2010	2011	2012E
Lợi nhuận biên gộp	28,59%	29,94%	36,00%	43,74%	25,74%
Lợi nhuận biên trước thuế	23,18%	22,92%	29,03%	38,03%	17,98%
Lợi nhuận biên sau thuế	21,37%	20,34%	25,73%	33,64%	16,64%
ROA	25,32%	23,36%	24,74%	24,84%	19,89%
ROE	30,55%	26,50%	29,16%	28,04%	21,90%

Nguồn: PVFCCo và FPTTS dự phóng

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ Điểm chính về hoạt động kinh doanh

➤ Sản phẩm & quy mô công ty

✓ Sản phẩm đã tạo nên tên tuổi Đạm Phú Mỹ và giữa năm 2011 ra mắt sản phẩm mới chất lượng cao NPK Phú Mỹ

Hiện nay, PVFCCo có sản phẩm chính là phân đạm Urê thương hiệu Đạm Phú Mỹ. Đây là một trong 6 mặt hàng kinh doanh chính của ngành phân bón là Phân Đạm, NPK, Lân, DAP, Kali và SA. Hiện tại, các doanh nghiệp Việt Nam mới chỉ sản xuất được 4 loại chính là Đạm, NPK, Lân và DAP trong khi Kali và SA phải nhập khẩu hoàn toàn. Như vậy, phân khúc sản phẩm chính của PVFCCo tập trung vào phân Đạm (Urê) với khoảng 50% thị phần cả nước vào năm 2011. Cơ cấu thị phần sẽ có phần thay đổi lớn nếu trong thời gian tới kế hoạch mua lại nhà máy Đạm Cà Mau của PVFCCo được thông qua thì khả năng đến năm 2015 thị phần sẽ lên đến 85 – 90%.

Ngoài ra, nhằm đa dạng hóa sản phẩm kinh doanh, PVFCCo đang tiến hành xây dựng nhà máy sản xuất phân NPK công suất 400.000 tấn/năm dự kiến hoàn thành vào cuối 2013. Song song với đó PVFCCo cũng đã triển khai bán hàng từ tháng 07/2011 để thăm dò thị trường đối với sản phẩm NPK (36.000 tấn năm 2011 và dự kiến 60.000 tấn năm 2012) do đối tác Việt Nhật sản xuất. Hiện tại thị trường trong nước vẫn phải nhập khẩu từ 250.000 – 300.000 tấn NPK chất lượng cao mỗi năm, việc xây dựng nhà máy nhằm đáp ứng nhu cầu phân bón chất lượng tốt so với hàng nhập khẩu NPK với giá rẻ nhưng không đảm bảo yêu cầu về mặt chất lượng.

Các loại phân hiện nay

+ **Các loại phân đơn:** là loại phân chứa 1 trong 3 dưỡng chất chủ yếu như phân đạm, phân lân, phân Kali

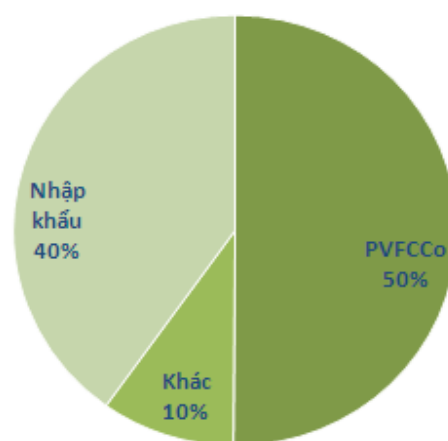
- **Phân đạm (phân có chứa nitơ):** phân Urê, phân amon nitrat, phân sunphat đạm, phân phosphat amon...

- **Phân lân (phân có chứa Phosphat):** phân apatit, supe lân, phân lân nung chảy...

- **Phân kali:** phân Clorua Kali, phân Sunfat Kali...

+ **Phân hỗn hợp:** chứa từ 2 nguyên tố trở lên như phân SA, phân NPK, phân DAP, phân MAP...

Thị phần phân Đạm trong các năm vừa qua của PVFCCo



PVFCCo là một trong số 2 công ty nổi bật trong ngành phân bón trong nước tự chủ được sản xuất, ngoài PVFCCo còn có Tập đoàn hóa chất Việt Nam với công ty thành viên cũng tự sản xuất được nguồn phân Đạm với công suất lớn thay vì chỉ nhập khẩu như CTCP Vi Na Cam, CTCP Vật tư nông sản, CT Phân bón Việt Nhật, CTCP XNK Hà Anh...với thị phần chia đều cho các công ty. Ưu điểm của PVFCCo là thể mạnh kinh doanh ở mảng phân khúc phân Urê dẫn đầu thị phần do được sự hỗ trợ từ nguồn cung khí dồi dào trong nước với giá ưu đãi của Tổng Công ty Khí Việt Nam, so với Tập đoàn hóa chất Việt Nam với công ty thành viên, thể mạnh kinh doanh tập trung ở mảng phân lân thì nguồn nguyên liệu đầu vào là quặng apatit thường bị thiếu nguyên liệu do công suất tuyển quặng của đơn vị khai thác cũng như khả năng vận chuyển quặng đến các nhà máy quá yếu.

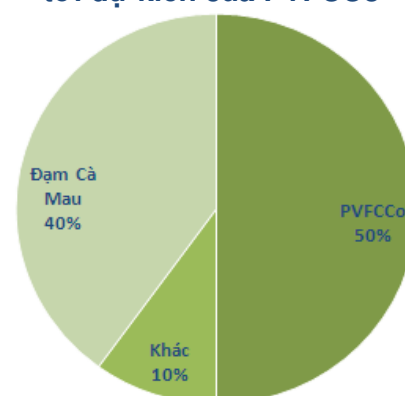
Ngoài ra, mạng lưới phân phối được thiết lập hiệu quả tại các thị trường có sức tiêu thụ lớn như đồng bằng sông Cửu Long và miền Đông Nam Bộ. Hiện nay, PVFCCo đã triển khai xây dựng hệ thống kinh doanh, phân phối các sản phẩm của PVFCCo trên cả nước gồm 10 cửa hàng phân bón hóa chất Dầu khí, 57 đại lý, 28 cửa hàng (cấp 1) và 2.793 cửa hàng cấp 2.

Trong bài phân tích tiếp theo, chúng tôi chỉ đi sâu vào 2 loại phân chính mà PVFCCo ưu tiên sản xuất là **Phân đạm** và **Phân NPK hỗn hợp**.

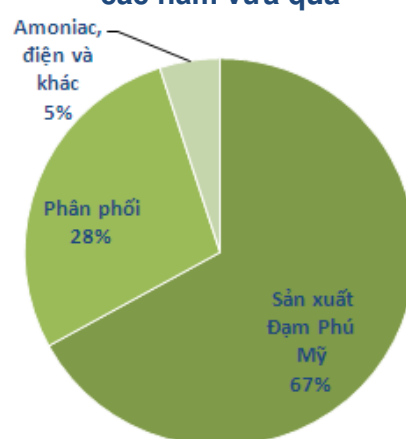
✓ **Mảng kinh doanh hóa chất, chưa xứng tầm với tiềm lực của doanh nghiệp cả về mặt tài chính cũng như thương hiệu**

Với hai sản phẩm phụ là amôniac lỏng và sản phẩm điện nhằm cung ứng cho việc sản xuất phân Urê, phần còn lại là thương phẩm bán ra ngoài thị trường, riêng sản phẩm điện

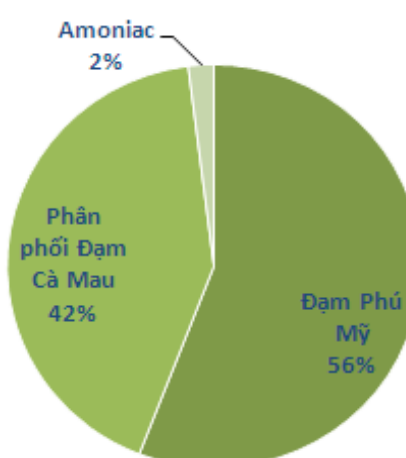
Thị phần phân Đạm trong các năm tới dự kiến của PVFCCo



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm các năm vừa qua



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm trong các năm tới (dự kiến)



được bán cho tập đoàn EVN. Mảng kinh doanh này hiện chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ là 5% trong cơ cấu doanh thu của PVFCCo.

➤ Kết quả kinh doanh trong các năm vừa qua

Sản lượng kinh doanh Đạm Phú Mỹ trong 3 năm gần đây

Sản lượng Đạm qua các năm	2008	2009	2010	2011
Sản lượng sản xuất	755.000	721.869	807.129	770.000
Sản lượng tiêu thụ	741.185	756.000	806.152	800.000
Sản lượng phân bón nhập khẩu & khác	198.000	234.291	264.939	250.000

Nguồn: PVFCCo

Tốc độ tăng trưởng kinh doanh Đạm Phú Mỹ

Kết quả kinh doanh 2008-2011	2008	2009	2010	2011
Doanh thu Thuần	6,475,367	6,630,060	6,618,784	9,226,533
Tăng trưởng doanh thu (%)	71.35%	2.39%	-0.17%	39.40%
Giá vốn hàng bán	4,624,124	4,644,816	4,236,094	5,191,254
Lãi gộp	1,851,243	1,985,244	2,382,689	4,035,279
Tăng trưởng lãi gộp (%)	25.01%	7.24%	20.02%	69.36%
Thu nhập tài chính	143,126	181,197	343,091	526,679
Chi phí tài chính	53,579	80,671	81,034	74,038
Trong đó: Chi phí tiền lãi vay	30,989	15,593	8,349	27,9
Chi phí bán hàng	224,595	293,839	331,845	492,836
Chi phí quản lý DN	221,33	285,306	409,858	503,006
Lợi nhuận từ HĐKD	1,494,864	1,506,624	1,903,042	3,492,077
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động (%)	13.07%	0.79%	26.31%	83.50%
Lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết		2,651	4,811	9,798
Lợi nhuận khác	6,008	10,426	13,787	7,255
Lợi nhuận trước thuế	1,500,872	1,519,703	1,921,641	3,509,131
Tăng trưởng LNTT (%)	12.87%	1.25%	26.45%	82.61%
Thuế TNDN - Hiện thời	122,577	163,847	227,514	368,526
Thuế TNDN - Hoãn lại	6,996,3	4,571,7	12,742,2	648,8
Lợi nhuận sau thuế	1,385,291	1,351,283	1,706,869	3,139,955
Tăng trưởng LNST (%)	4.20%	-2.45%	26.31%	83.91%

Nguồn: PVFCCo

Năm 2011 đang là một năm kinh doanh đầy ấn tượng với PVFCCo. Doanh thu tăng 39,4% và lợi nhuận sau thuế hợp nhất của công ty đã đạt 3.139 tỷ tăng 83,96% so với năm ngoái và vượt 85% chỉ tiêu lợi nhuận của cả năm. Chúng tôi nhận thấy tăng trưởng lợi nhuận của PVFCCo đến từ những yếu tố sau đây:

1. Giá bán tăng: Giá bán Urê trong nước đang chịu nhiều ảnh hưởng từ giá thế giới do Việt Nam vẫn phải nhập hơn 50% lượng nhu cầu cả nước. Từ đầu năm đến nay giá Urê thế giới tăng 65% và

Đạm Phú Mỹ được bán sát với giá thị trường. Trong khi đó, giá đầu vào lại ổn định khi giá khí đầu vào đã được định sẵn vì vậy giá bán tăng đồng nghĩa với lợi nhuận thuần cho PVFCCo.

2. Lợi nhuận tài chính: Hiện nay PVFCCo có khoảng 4.070 tỷ tiền và tương đương tiền. Với lãi suất huy động từ đầu năm đến nay vào khoảng 14-18% năm, lượng tiền mặt này mang lại cho PVFCCo một khoản lãi tiền gửi đáng kể. Do dòng tiền của PVFCCo ổn định và PVFCCo chưa có kế hoạch giải ngân nào đáng kể, chúng tôi kỳ vọng lượng tiền mặt này sẽ vẫn được duy trì và mang lại khoản lãi tiền gửi tới cho PVFCCo.

3. Khấu hao nhà máy đã hết: Nhà máy Đạm Phú Mỹ đã khấu hao hết từ cuối năm 2010 vì vậy chi phí khấu hao đã giảm đáng kể từ năm 2011. Hiện PVFCCo chỉ khấu hao dây chuyền thu hồi khí CO2 và một số tài sản cố định khác. Năm 2011, tổng chi phí khấu hao của PVFCCo là 190 tỷ đồng so với năm 2010 là hơn 687 tỷ đồng và các năm trước đó trung bình là 1.000 tỷ đồng.

Khấu hao qua các năm	2007	2008	2009	2010	2011
Chi phí khấu hao TSCĐ	1.089.412	1.079.409	1.038.124	687.289	190.196
EBITDA	2.419.095	2.515.716	2.459.817	2.336.625	3.257.532
EBIT	1.329.683	1.531.862	1.535.296	1.929.991	3.537.031

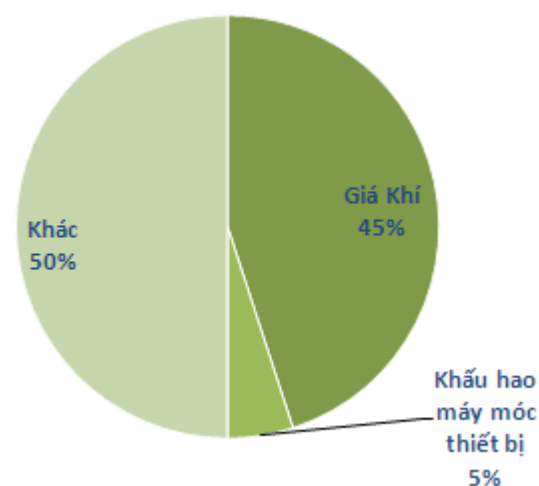
Nguồn: PVFCCo

➤ Cơ cấu chi phí

Phân đạm có thể sản xuất từ hai nguồn nguyên liệu là **than đá và khí thiên nhiên**. Việt Nam đang có thể mạnh ở cả hai nguồn nguyên liệu này nhờ đó phân Urê sản xuất trong nước thường rẻ hơn giá thế giới. Tuy nhiên, nếu so sánh hai nguồn nguyên liệu cho sản xuất phân đạm hiện nay khí thiên nhiên đang có ưu thế hơn than đá về cả chi phí cũng như nguồn cung. Đây là lợi thế cho nguồn nguyên liệu đầu vào giá rẻ của PVFCCo khi giá khí chiếm khoảng 45% - 50% giá thành sản xuất. Do đó, Giá Urê nhập khẩu hiện nay là 10.277 đồng/kg nhưng giá vốn Urê trong nước sản xuất bằng khí là 4.348 đồng/kg và bằng than đá là 7.860 đồng/kg.

Trước đây tình hình nhu cầu phân bón trong nước tăng nhanh để đảm bảo cho nguồn cung ổn định, những năm qua Nhà nước đã có nhiều chính sách khuyến khích cho ngành phân bón. Đối với các doanh nghiệp sản xuất,

Cơ cấu chi phí trong GVHB hiện nay của PVFCCo

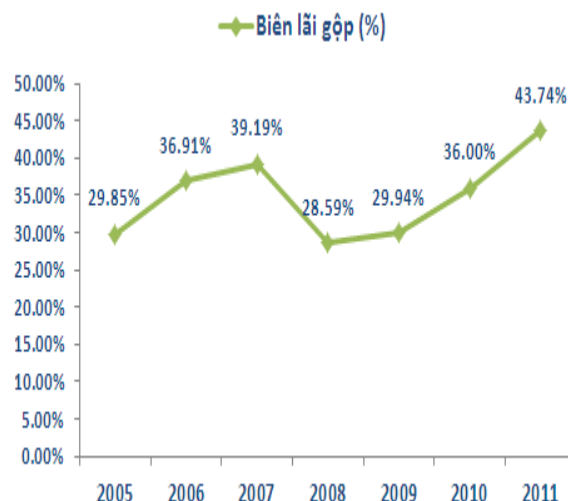


Nguồn: PVFCCo

nhà nước sẽ hỗ trợ giá nguyên liệu đầu vào như bù giá khí và giá than cho sản xuất phân đạm. Đối với các doanh nghiệp nhập khẩu phân bón cũng được ưu tiên cho vay ngoại tệ để nhập khẩu phân bón. Tuy nhiên, kể từ năm 2011 giá khí đầu vào đã bắt tăng từ 3,62 USD/triệu BTU lên 4,59 USD/triệu BTU và tiếp tục tăng thêm từ 4,59USD lên 6,43USD/triệu BTU (tăng 40%) từ ngày 01/01/2012. Điều này cho thấy các chính sách ưu đãi trong giá bán khí của Tổng Công ty khí cho PVFCCo sẽ dần được bán theo giá thị trường, khi mà nhu cầu tiêu thụ ổn định và sản lượng sản xuất dự kiến sẽ vượt nhu cầu thì đây lại là một khó khăn không nhỏ của PVFCCo. Theo tính toán của chúng tôi, tỷ trọng giá khí chiếm khoảng 45% - 50% GVHB thì việc tăng giá khí thêm 40% sẽ làm giảm biên lợi nhuận gộp khoảng 18% như vậy biên lợi nhuận gộp còn 25,74% nếu giá bán không tăng.

Trong các năm trước, chi phí khấu hao tài sản cố định của PVFCCo thường khá cao, chiếm tỷ trọng trung bình khoảng 45 – 50% trong giá vốn hàng bán của PVFCCo nhưng hiện nay cơ cấu chi phí này đã giảm mạnh xuống còn khoảng 5%, điều này góp phần làm tăng biên lợi nhuận gộp của PVFCCo trong năm 2011 vừa qua và dự kiến các năm tiếp theo.

Biên lợi nhuận gộp qua các năm



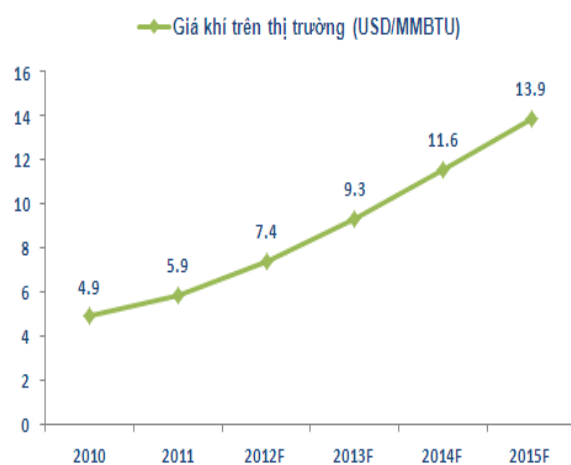
Nguồn: PVFCCo

Biên lợi nhuận dự phóng 2012

Biên lợi nhuận (%)	2011	2012E
Biên lãi gộp	43,74%	25,74%
Biên lợi nhuận hoạt động	37,85%	17,98%
Biên lợi nhuận trước thuế	38,03%	17,98%
Biên lợi nhuận sau thuế	34,03%	16,64%

Nguồn: FPTTS ước tính

Giá khí đầu vào trên thị trường



Nguồn: FPTTS thu thập

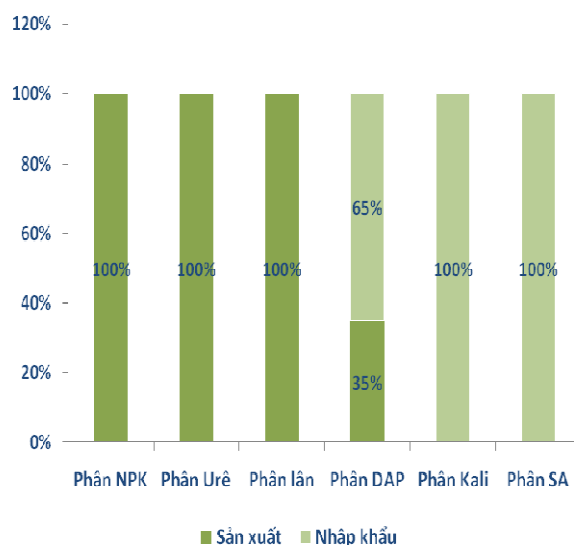
➤ Tình hình cung cầu

Triển vọng ngành 2012: Nhu cầu phân bón hàng năm của Việt Nam khoảng 9 – 10 triệu tấn phân bón các loại trong đó loại phân NPK có nhu cầu cao nhất khoảng 3,5 triệu tấn/năm, kế đến là phân Urê 2 triệu tấn năm, phân lân các loại 1,8 triệu tấn, DAP 950 nghìn tấn, kali 920 nghìn tấn, đạm SA 710 nghìn tấn. Trong các loại phân bón chủ lực trên thì đến năm 2012, Việt Nam đã hoàn toàn tự túc được NPK, lân và Urê. Trong đó:

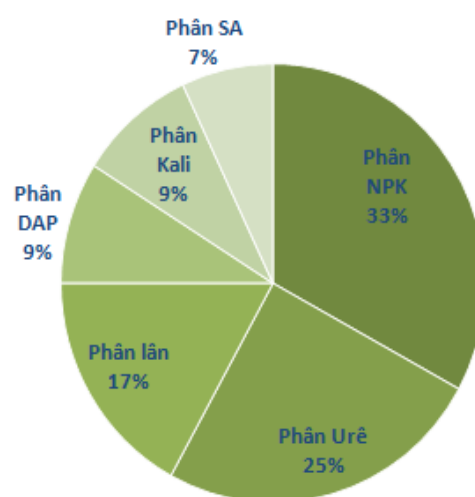
Phân đạm do 4 nhà máy đảm nhận chính là **1)** Nhà máy Đạm Phú Mỹ công suất 800.000 tấn/năm; **2)** Đạm Cà Mau đưa vào hoạt động đầu năm 2012 với công suất 800.000 tấn/năm; **3)** Nhà máy Đạm Hà Bắc có công suất 180.000 tấn/năm và dự kiến nâng công suất lên 500.000 tấn/năm vào năm 2012; **4)** Nhà máy Đạm Ninh Bình có công suất 500.000 tấn/năm đang vào giai đoạn chuẩn bị nghiệm thu và dự kiến đi vào hoạt động vào Quý 2/2012). Như vậy, nếu hai dự án phân đạm Hà Bắc mở rộng và Ninh Bình đi vào hoạt động đúng kế hoạch. Dự kiến cung vượt cầu khoảng 280.000 tấn vào khoảng cuối năm 2012.

Như vậy, không những tự túc được phân đạm Urê cho sản xuất nông nghiệp mà còn chấm dứt tình trạng nhập khẩu thất thường kéo dài trong nhiều năm qua, bởi theo tính toán với năng lực sản xuất như hiện nay thì đến năm 2015 nguồn cung vượt trên nhu cầu của cả nước khoảng 600 nghìn tấn/năm. Việc này sẽ không phải là nhất thời mà sẽ kéo dài trong nhiều năm tới, vì sản lượng Urê sản xuất trong nước sẽ còn tiếp tục tăng mạnh.

Cơ cấu sản xuất và nhập khẩu phân bón



Cơ cấu nhu cầu từng loại phân bón



Nguồn: FPTTS thu thập

Năng lực sản xuất phân Đạm tại Việt Nam

Dự án Đạm	Đơn vị chủ quản	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Công suất hiện nay (tấn/năm)	Tình trạng/Dự kiến hoạt động
Nhà máy đạm Phú Mỹ	Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	800,000	800,000	Đang hoạt động
Nhà máy đạm Cà Mau	Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	800,000	800,000	Đầu năm 2012
Nhà máy đạm Hà Bắc	Tập đoàn hóa chất Việt Nam	500,000	180,000	Đang hoạt động & dự kiến nâng công suất lên 500.000 tấn/năm vào năm 2013
Nhà máy đạm Ninh Bình	Tập đoàn hóa chất Việt Nam	500,000		Cuối Q.2/ 2012

Nguồn: agro.gov.vn

Phân NPK hỗn hợp: số lượng các nhà máy có cung cấp phân NPK trong nước khá nhiều có khả năng cung cấp 4,2 triệu tấn NPK (bao gồm cả những đơn vị kinh doanh nhỏ lẻ). Về cơ bản, lượng cung trong nước đủ khả năng đáp ứng nhu cầu phân NPK. Hiện nay, một số doanh nghiệp đã xuất khẩu loại phân này sang các thị trường lân cận là Lào và Campuchia.

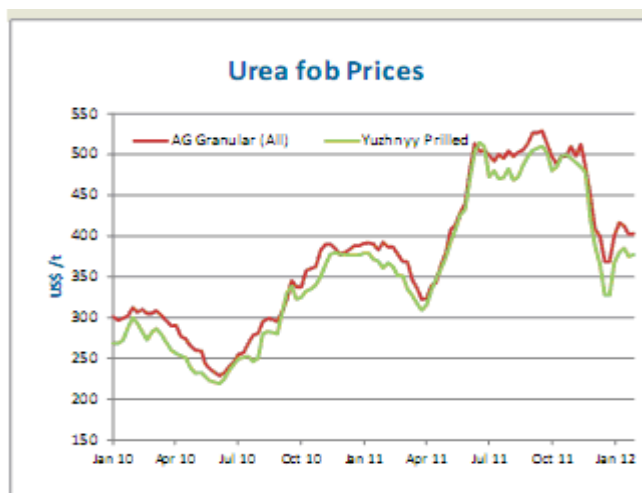
Nguồn cung phân bón tới năm 2012

Loại phân	Tổng cầu 2012 (Tấn)	Tổng cung 2012 (Tấn)	Tỷ lệ cung cấp	Top các đơn vị tham gia (chưa kể các đơn vị kinh doanh nhỏ lẻ)
Phân Đạm	2.000.000	2.280.000	114%	Đạm Phú Mỹ 800.000 tấn (hiện nay); Đạm Cà Mau 800.000 tấn (2012); Đạm Ninh Bình 500.000 tấn (2012); Đạm Hà Bắc 500.000(2013)
Phân NPK	3.500.000	3.400.000	86%	NPK Phú Mỹ có công suất 400.000 tấn (2013); Tập đoàn hóa chất Việt Nam với 10 nhà máy 3.000.000 tấn

Nguồn: FPTs thu thập

Như vậy, đến năm 2012 nước ta về cơ bản đã có thể tự chủ được phần lớn các loại phân bón chính. Tuy nhiên, trong thời gian tới định hướng xuất khẩu một số loại phân như Đạm, Lân...cần được đẩy mạnh khi xu hướng cung đã vượt cầu như một số dự báo của Bộ NNPTNT. Thêm vào đó, giá bán trên thị trường quốc tế cũng được dự báo là sẽ duy trì ở mức thấp hơn so với nửa cuối năm 2011 do trong năm 2012 sẽ có khoảng 25 dự án mới sản xuất đạm sẽ đi vào hoạt động trên phạm vi toàn cầu. Điều này sẽ làm cho mặt bằng giá phân bón trong nước năm 2012 sẽ thấp hơn năm 2011 khi khả năng cạnh tranh với hàng nhập khẩu lẫn hàng trong nước đều đang gia tăng.

Biểu đồ giá 2 loại phân Urê chính đang giao dịch là hạt đục (Granular UREA) và loại hạt trong (Prilled UREA)



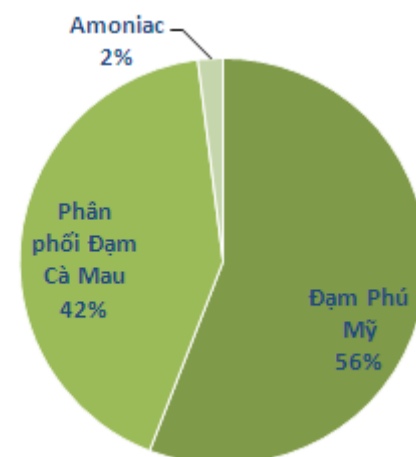
Nguồn: PVFCCo

➤ Triển vọng kinh doanh của PVFCCo

✓ Thị trường nội địa

Nhu cầu phân Urê ở Việt Nam vào khoảng 1,8 – 2 triệu tấn/năm. Hiện nay Tổng công ty đáp ứng khoảng hơn 50% nhu cầu nội địa, giữ vị thế dẫn dắt thị trường phân đạm. Sắp tới, cùng với định hướng thực hiện việc tiêu thụ sản phẩm của Nhà máy Đạm Cà Mau (thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam) sẽ góp phần đáng kể giúp Tổng công ty gia tăng thị phần không chỉ thị trường phân đạm trong nước mà cả thị trường các nước lân cận.

Cơ cấu doanh thu theo mặt hàng



Nguồn: PVFCCo

Tại Việt Nam, trong những năm gần đây, xu thế sử dụng phân bón cũng có khá nhiều thay đổi. Do yêu cầu cần bổ sung đồng bộ các chất dinh dưỡng cho cây nên người nông dân đã chuyển sang sử dụng phân tổng hợp thay cho phân đơn. Vì vậy, phân NPK, SA, DAP đang có xu hướng sử dụng tăng lên còn phân Urê đang có chiều hướng giảm trong cơ cấu phân bón sử dụng của nước ta hằng năm. Phân NPK được sử dụng nhiều nhất. Chính xu hướng tiêu thụ thay đổi nên PVFCCo cũng đã lên kế hoạch xây dựng nhà máy NPK dự kiến sẽ khởi công nhà máy trong quý 3/2011 và dự kiến hoàn thành vào năm 2013.

Hiện nay, PVFCCo đã tung ra thị trường dòng sản phẩm mới NPK vào giữa tháng 07/2011 (NPK

Phú Mỹ được sản xuất tại nhà máy của Công ty Phân bón Việt Nhật theo đơn đặt hàng của đạm Phú Mỹ) nhằm giới thiệu đến thị trường, đây cũng là bước đầu tiên trong quá trình chuẩn bị thị trường cho dãy sản phẩm Nhà máy NPK do PVFCCo làm chủ đầu tư xây dựng tại khu công nghiệp Phú Mỹ 1.

✓ Thị trường xuất khẩu

Campuchia

Hiện được coi là thị trường mục tiêu số 1 của PVFCCo mặc dù nhu cầu phân bón của thị trường này hiện còn khá khiêm tốn. Tổng nhu cầu phân bón của Campuchia vào khoảng 700.000 tấn/năm, trong đó phân Urê khoảng 250.000 tấn và NPK vào khoảng hơn 300.000 tấn, còn lại là DAP và các loại phân bón khác. Do bước đầu thâm nhập thị trường nên năm 2011 PVFCCo đã bán được hơn 7.000 tấn Urê cho các vùng tiêu thụ chính là Takeo, Kandal, Srey Rieng, Kampong Cham, Kampong Speu, Kampong Thom, ...

Myanmar

Dự báo khoảng 400-500 ngàn tấn/năm và trong những năm tiếp theo có thể lên tới 1 triệu tấn (nguồn: Ferte-con). Với phương châm đón đầu, từ năm 2009 PVFCCo đã tổ chức nhiều đoàn công tác sang Myanmar khảo sát, tham dự các hoạt động tìm kiếm cơ hội đầu tư, trở thành thành viên của Hiệp hội các nhà đầu tư sang Myanmar.

❖ Dự phóng

Năm 2012, Thị trường phân bón trong nước không nhiều biến động như những năm trước do nhu cầu phân bón cho vụ Đông Xuân tại khu vực phía Nam ổn định và nhiều địa phương tại phía Bắc đã xuống giống, mặt khác nguồn cung trong nước khá dồi dào do dự trữ các doanh nghiệp cao. Dự báo sang năm 2012, cả nước cần khoảng 2 triệu tấn phân Urê.

Kế hoạch tiêu thụ Đạm năm 2012

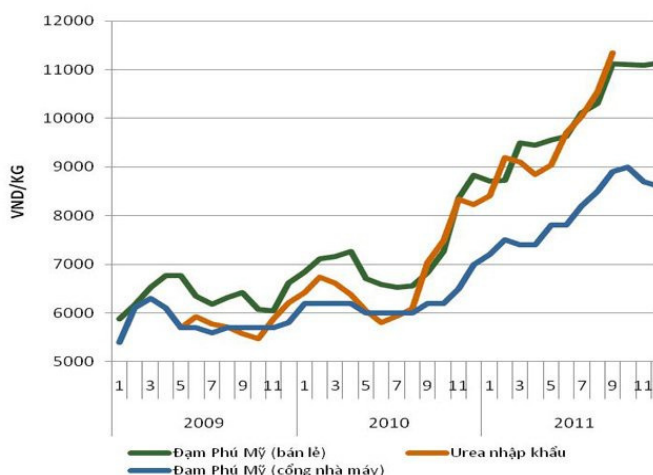
Sản lượng Đạm qua các năm (Đvt: Tấn/năm)	2008	2009	2010	2011	2012E
Sản lượng tiêu thụ Đạm Phú Mỹ	741,185	721,869	806.152	800,000	800,000
Sản lượng Đạm Cà Mau phân phối					560,000
Sản lượng NPK				36,000	70,000
Sản lượng phân bón nhập khẩu & khác	198,000	234,291	264,939	250,000	200,000

Nguồn: Kế hoạch kinh doanh PVFCCo & FPTs dự phóng

Hoạt động kinh doanh của PVFCCo trong năm 2012F, theo chúng tôi dự phóng thấp hơn mức kế hoạch mà PVFCCo đặt ra là 15.810 tỷ đồng. Dự kiến doanh thu sẽ đạt 13.992 tỷ đồng, tăng 52%

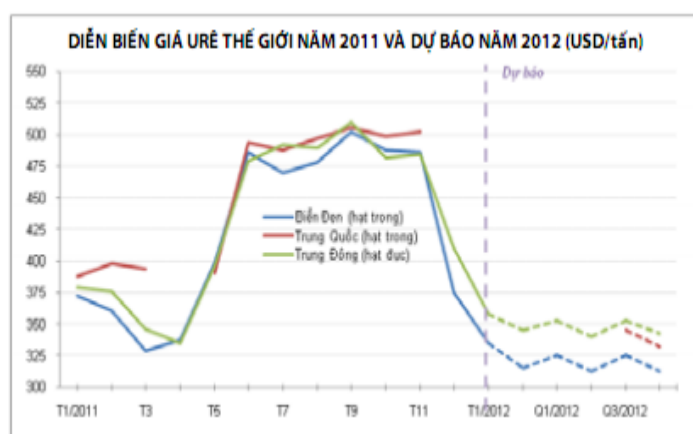
so với năm 2011 nhưng lợi nhuận ròng dự kiến giảm 31% so với cùng kỳ năm trước xuống còn 2.327 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 43,5% xuống gần 26% do giá khí tăng 40% so với cùng kỳ năm ngoái, từ đó tác động tăng chi phí đầu vào. Trong khi đó, cả nước có thể bắt đầu thừa cung Urê trong năm 2012 khi nhà máy Cà Mau và Ninh Bình đi vào hoạt động. Hơn nữa, nguồn cung Urê từ Trung Quốc hầu hết được nhập khẩu thông qua giao dịch thương mại qua biên giới, khiến tình hình cạnh tranh thêm gay gắt. Vì vậy, giá bán Urê năm 2012 dự kiến sẽ khó tăng cao như năm 2011 để bù đắp chi phí đầu vào.

Giá phân Urê năm 2011



Nguồn: Agrodata

Dự báo giá phân Urê năm 2012



Nguồn: Fertecon Urea Futures – 12/2011

Giá bán phân Urê dự báo trong năm 2012

Giá bán đầu ra tại nhà máy	2011	2012E
Giá Đạm sản xuất trung bình	8,500	8,000
Giá Đạm Cà Mau phân phối trung bình		8,200
Giá NPK	10,000	9,000

Nguồn: FPTTS dự phóng

Doanh thu dự phóng năm 2012 của PVFCCo

FPTS ước tính (Đvt: Triệu đồng)	2012E
Doanh thu Đạm sản xuất	6,400,000
Doanh thu phân phối Đạm Cà Mau	4,592,000
Doanh thu NPK	630,000
Doanh thu phân bón nhập khẩu và khác	3,000,000
Doanh thu khác	200,000
Tổng doanh thu hợp nhất	13,992,830

Nguồn: FPTTS dự phóng

Dự phóng Kết quả kinh doanh năm 2012 của PVFCCo

Dự phóng KQKD 2012	2008	2009	2010	2011	2012
Doanh thu Thuần	6,475,367	6,630,060	6,618,784	9,226,533	13,992,830
Giá vốn hàng bán	4,624,124	4,644,816	4,236,094	5,191,254	10,391,076
Lãi gộp	1,851,243	1,985,244	2,382,689	4,035,279	3,601,754
<i>Biên lãi gộp (%)</i>	<i>28.59%</i>	<i>29.94%</i>	<i>36.00%</i>	<i>43.74%</i>	<i>25.74%</i>
Thu nhập tài chính	143,126	181,197	343,091	526,679	500,000
Chi phí tài chính	53,579	80,671	81,034	74,038	75,000
Trong đó: Chi phí tiền lãi vay	30,989	15,593	8,349	27,9	—
Chi phí bán hàng	224,595	293,839	331,845	492,836	747,428
<i>% CPBH / Doanh thu</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>	<i>5.34%</i>	<i>5.34%</i>
Chi phí quản lý DN	221,330	285,306	409,858	503,006	762,852
<i>% CPQL/ Doanh thu</i>	<i>3.42%</i>	<i>4.30%</i>	<i>6.19%</i>	<i>5.45%</i>	<i>5.45%</i>
Lợi nhuận từ HĐKD	1,494,864	1,506,624	1,903,042	3,492,077	2,516,474
<i>Biên lợi nhuận hoạt động (%)</i>	<i>23.09%</i>	<i>22.72%</i>	<i>28.75%</i>	<i>37.85%</i>	<i>17.98%</i>
Lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết		2,651	4,811	9,798	—
Lợi nhuận khác	6,008	10,426	13,787	7,255	—
Lợi nhuận trước thuế	1,500,872	1,519,703	1,921,641	3,509,131	2,516,474
<i>Biên lợi nhuận trước thuế (%)</i>	<i>23.18%</i>	<i>22.92%</i>	<i>29.03%</i>	<i>38.03%</i>	<i>17.98%</i>
Thuế TNDN - Hiện thời	122,577	163,847	227,514	368,526	—
Thuế TNDN - Hoãn lại	6,996,3	4,571,7	12,742,2	648,8	—
Lợi nhuận sau thuế	1,385,291	1,351,283	1,706,869	3,139,955	2,327,739
<i>Biên lợi nhuận sau thuế (%)</i>	<i>21.39%</i>	<i>20.38%</i>	<i>25.79%</i>	<i>34.03%</i>	<i>16.64%</i>
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ)	1,383,880	1,348,304	1,703,176	3,103,739	2,291,524
EPS	3,642	3,548	4,510	8,219	6,068

Nguồn: FPTTS dự phóng

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kì cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Các thông tin có liên quan đến các chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này

có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Tầng 2 – Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội Việt Nam
ĐT: (84,4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84,4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp, Hồ Chí Minh

31 Nguyễn Công Trứ, P.Nguyễn Thái
Bình, Tp, Hồ Chí Minh Việt Nam
ĐT: (84,8) 6 290 8686
Fax: (84,8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp, Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai – Quận Hải
Châu, Tp. Đà Nẵng Việt Nam
ĐT: (84,511) 3553 666
Fax: (84,511) 3553 888