

CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ (DPM)

Báo cáo cập nhật Q2/2012

GIÁ UREA 2012 TĂNG MẠNH – KÝ HỢP ĐỒNG GIÁ KHÍ DÀI HẠN

06/07/2012

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 2

Dự báo KQKD Q2/2012. Chúng tôi ước tính trong quý 2/2012, DPM có thể đạt 4.654 tỷ đồng doanh thu và 952 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng lần lượt 85% và 15% so với cùng kỳ năm 2011.

- Giá urea.** Chúng tôi ước tính, giá urea trung bình của DPM trong quý 2/2012 tăng khoảng 7% so với mức trung bình trong quý 1/2012. Nguyên nhân chủ yếu là do các doanh nghiệp nhập khẩu phân bón lo ngại nguồn cung trong nước tăng lên khi 2 nhà máy đạm mới là Đạm Cà Mau và Đạm Ninh Bình đi vào hoạt động, do đó đã giảm mạnh nhập khẩu urea khiến nguồn cung trong nước không đáp ứng được nhu cầu và khiến giá urea tăng mạnh.
- Sản lượng tiêu thụ urea Phú Mỹ.** Do nguồn cung urea thiếu hụt, sản lượng tiêu thụ của DPM có thể sẽ tăng mạnh trong quý 2/2012, đạt 250.000 tấn, đưa tổng sản lượng tiêu thụ trong nửa đầu năm 2012 đạt khoảng 500.000 tấn.
- Tiêu thụ urea Cà Mau.** DPM đã bắt đầu phân phối sản phẩm cho Đạm Cà Mau từ cuối quý 1/2012 với sản lượng 18.000 tấn. Trong quý 2/2012 nhà máy Đạm Cà Mau đã vận hành ổn định với hiệu suất đạt gần 100% công suất thiết kế và sản lượng sản xuất có thể đạt khoảng 170.000 tấn. Với tình hình thiếu phân đạm trong nửa đầu năm, chúng tôi cho rằng Đạm Cà Mau có thể sẽ tiêu thụ được toàn bộ số lượng phân urea sản xuất.

Triển vọng 2012. Chúng tôi ước tính trong năm 2012, DPM có thể đạt được 14.192 tỷ đồng doanh thu và 3.577 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng trưởng lần lượt 54% và 14% so với năm 2011. Doanh thu tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ giá urea tăng và doanh thu mới từ việc phân phối sản phẩm của Đạm Cà Mau.

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của DPM. Trong ngắn hạn, P/E dự báo 2012 của DPM hiện đang ở mức 3,61 lần, khá hấp dẫn đối với một cổ phiếu có hoạt động cơ bản tốt và dòng tiền ổn định. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng 2 rủi ro chính đối với DPM là dự án Đạm Cà Mau và giá khí đầu vào đang được giải quyết phần lớn khi cổ đông đã thông qua việc mua lại nhà máy Đạm Cà Mau và Đạm Phú Mỹ đã ký hợp đồng mua giá khí với PV Gas và trong giai đoạn 2012 – 2015 với mức tăng hàng năm chỉ 2%/năm.

Một số chỉ tiêu dự báo của DPM

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012F	Q2/2011	Q2/2012F
Doanh thu (tỷ VND)	6.619	9.227	14.192	2.504	4.654
EBITDA (tỷ VND)	2.570	3.664	4.186	955	1.122
EBIT (tỷ VND)	1.925	3.537	3.997	938	1.075
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1.702	3.140	3.577	831	953
EPS (VND)	4.533	8.168	9.398	2.188	2.507
P/E (x)	7,50	4,16	3,62	15,54	13,56
P/B (x)	2,10	1,64	1,36	1,64	1,36
ROA (%)	23%	34%	32%	9%	9%
ROE (%)	27%	38%	38%	10%	10%

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

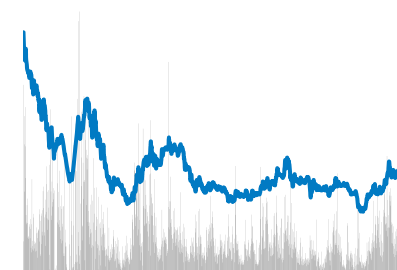
Giá kỳ vọng *	39.850 VND
Giá thị trường (05/07/2012)	34.000VND
Khoảng giá 52 tuần	20.940-37.970
Khuyến nghị	MUA
Triển vọng 1 quý	■ Đì ngang
Triển vọng 1 năm	▲ Tích cực
Triển vọng dài hạn	▲ Tích cực

Bán mạnh Bán Năm giữ **Mua** Mua mạnh



* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DPM	+17%	+1%	+21%	+60%
HNX-Index	+4%	-2%	-7%	-21%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	DPM
Reuters	DPM.HM
Bloomberg	DPM.VM
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Vật liệu cơ bản
Lĩnh vực	Phân bón
Vốn hóa	12.802 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	380.000.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	256.901 CP

Chuyên viên phân tích

Chế Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	61,75%
Sở hữu nước ngoài	25,63%
Sở hữu khác	12,62%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	35%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	10,3%

SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ

2011	752.498
2010	806.152
2009	722.000
2008	740.000

Đơn vị: tấn

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F
Doanh thu	6.630	6.619	9.227	14.192
Giá vốn	4.645	4.236	5.191	9.721
Lợi nhuận gộp	1.985	2.383	4.035	4.471
Doanh thu tài chính	181	343	527	568
Chi phí tài chính	82	81	74	7
Lợi nhuận sau thuế	1.343	1.702	3.140	3.577

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F
Tiền & khoản tương đương tiền	2.906	3.748	4.070	6.092
Các khoản phải thu ngắn hạn	191	250	467	568
Hàng tồn kho	569	671	1.166	1.321
Tài sản cố định hữu hình	933	899	1.218	1.465
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	453	371	575	575
Tổng tài sản	6.351	7.419	9.370	11.178
Nợ ngắn hạn	559	897	776	1.599
Nợ dài hạn	235	264	19	24
Vốn chủ sở hữu	5.488	6.194	8.300	9.372
Tổng nguồn vốn	6.351	7.419	9.370	11.178

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	2%	0%	39%	54%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-3%	27%	84%	14%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	30%	36%	44%	32%
Lợi nhuận thuần biên (%)	20%	26%	34%	25%
ROA (%)	23%	25%	37%	35%
ROE (%)	26%	29%	43%	40%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	13%	16%	8%	15%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	13%	19%	10%	17%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.527	4.533	8.168	9.398
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.399	16.213	20.685	24.985

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2012

Chúng tôi ước tính trong quý 2/2012, DPM có thể đạt 4.654 tỷ đồng doanh thu và 952 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng lần lượt 85% và 15% so với cùng kỳ năm 2011.

- ❑ **Giá urea.** Trong quý 2/2012, giá urea có chiều hướng tăng mạnh. Giá trần urea Phú Mỹ đã tăng từ 9.800 VND/kg vào đầu tháng 4/2012 lên mức 11.000 VND/kg vào cuối tháng 6/2012. Nguyên nhân chủ yếu gây sốt giá urea là do các doanh nghiệp nhập khẩu phân bón lo ngại nguồn cung trong nước tăng lên khi 2 nhà máy đạm mới là Đạm Cà Mau và Đạm Ninh Bình đi vào hoạt động, do đó đã giảm lượng nhập khẩu urea khiến nguồn cung trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu. Chúng tôi ước tính, giá urea trung bình của DPM trong quý 2/2012 tăng khoảng 7% so với mức trung bình của quý 1/2012.
- ❑ **Sản lượng tiêu thụ urea Phú Mỹ.** Thông thường DPM sẽ duy trì lượng hàng tồn kho khoảng 60.000 – 70.000 tấn. Tuy nhiên, do nguồn cung urea trong nửa đầu năm thiếu hụt, chúng tôi cho rằng DPM sẽ chỉ giữ lượng hàng tồn kho khoảng 20.000 – 30.000 tấn và sản lượng tiêu thụ trong quý 2/2012 có thể đạt 250.000 tấn, cao hơn sản lượng sản xuất trong quý (200.000 – 220.000 tấn). Tính từ đầu năm, DPM có thể tiêu thụ được khoảng 500.000 tấn phân urea.
- ❑ **Tiêu thụ urea Cà Mau.** DPM đã bắt đầu mua lại sản phẩm của Đạm Cà Mau và phân phối ra thị trường từ cuối quý 1/2012 với sản lượng 18.000 tấn. Trong quý 2/2012 nhà máy Đạm Cà Mau đã vận hành ổn định với hiệu suất đạt gần 100% và sản lượng sản xuất có thể đạt khoảng 170.000 tấn. Với tình hình thiếu phân đạm trong nửa đầu năm, chúng tôi cho rằng Đạm Cà Mau có thể sẽ tiêu thụ được toàn bộ số lượng urea sản xuất. Việc tiêu thụ urea Cà Mau sẽ chỉ tác động làm tăng doanh thu của DPM mà không ảnh hưởng nhiều tới lợi nhuận của Công ty, do DPM chỉ được hưởng phần lợi nhuận phân phối thỏa thuận giữa 2 bên là 70 VND/kg.

Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2012 của DPM						
Chỉ tiêu	Q2/2011	Q2/2012E	% thay đổi	6T/2011	6T/2012	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	2.504	4.654	86%	4.536	7.383	63%
- LNST (tỷ đồng)	831	953	15%	1.473	1.890	28%

Nguồn: DPM, BVSC ước tính

TRIỂN VỌNG NĂM 2012

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận 6 tháng cuối năm của DPM có thể có thể sẽ giảm so với 6 tháng đầu năm do sản lượng tiêu thụ và giá bán urea Phú Mỹ giảm nhẹ. Tuy nhiên tính chung năm 2012, DPM có thể đạt được 14.192 tỷ đồng doanh thu và 3.577 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng lần lượt 54% và 14% so với năm 2011. Doanh thu tăng mạnh chủ yếu nhờ giá urea tăng và doanh thu mới từ việc phân phối sản phẩm của Đạm Cà Mau.

Dự báo kết quả kinh doanh 2012 của DPM (tỷ đồng)				
Chỉ tiêu	2011	2012	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	9.227	14.192	54%	<p>Tiêu thụ urea Phú Mỹ. Chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ urea Phú Mỹ trong 6 tháng cuối năm sẽ giảm so với 6 tháng đầu năm do tình hình thiếu urea hiện tại có thể được bù đắp khi các doanh nghiệp nhập khẩu tăng lượng nhập urea, đồng thời nhà máy Đạm Ninh Bình (công suất 560.000 tấn/năm) sẽ bắt đầu hoạt động và cho ra sản phẩm trong quý 3/2012. Chúng tôi giả định trong 6 tháng cuối năm, sản lượng tiêu thụ urea Phú Mỹ có thể đạt 350.000 tấn, giảm khoảng 30% so với 6 tháng đầu năm.</p> <p>Tiêu thụ urea Cà Mau. Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ urea Cà Mau trong 6 tháng cuối năm có thể đạt khoảng 320.000 tấn, đưa tổng sản lượng tiêu thụ trong năm 2012 khoảng 510.000</p>

tấn. Giá bán Đạm Cà Mau được giả định tương đương với Đạm Phú Mỹ. Doanh thu từ phân phối Đạm Cà Mau năm 2012 ước đạt 4.872 tỷ đồng.

Giá urea. Giá urea có thể hạ nhiệt trong những tháng cuối năm do giá urea thế giới có xu hướng điều chỉnh giảm sau thời gian tăng quá nóng và nguồn cung trong nước tăng lên khi Đạm Ninh Bình đi vào hoạt động. Chúng tôi giả định giá urea trung bình trong 6 tháng cuối năm ở mức 9,5 triệu đồng/tấn, giảm 4% so với Q2/2012. Tuy nhiên, tính trung bình cả năm, giá urea 2012 vẫn cao hơn khoảng 15% so với 2011.

Doanh thu phân bón nhập khẩu ước tính khoảng 638 tỷ đồng trong năm 2012.

Giá vốn	5.191	9.721	87%	<p>Giá khí đầu vào. Giá khí trong 6 tháng cuối năm có thể sẽ vẫn giữ ở mức 6,43 USD/mm BTU như 6 tháng đầu năm. Tổng chi phí khí trong 6 tháng cuối năm do vậy sẽ vào khoảng 1.445 tỷ đồng. Giá vốn phân bón Phú Mỹ trong năm 2012 ước tính khoảng 3.480 tỷ đồng.</p> <p>Giá vốn Đạm Cà Mau. DPM sẽ mua lại sản phẩm của Đạm Cà Mau và tiến hành phân phối ra bên ngoài. Giá vốn của urea Cà Mau được giả định bằng giá bán ra ngoài trừ đi mức hoa hồng phân phối thỏa thuận giữa 2 bên là 70 VND/kg.</p>
Lợi nhuận gộp	4.035	4.471	11%	
Doanh thu tài chính	527	568	8%	Lãi suất tiền gửi trong 6 tháng cuối năm được giả định giữ nguyên ở mức hiện tại (9%/năm).
Chi phí tài chính	74	7	-90%	Chi phí tài chính giảm mạnh do vay nợ giảm, nhập khẩu phân bón giảm và tỷ giá VND/USD ổn định do đó không chịu chi phí lỗ tỷ giá.
LN trước thuế	3.509	3.997	14%	
LN sau thuế	3.140	3.577	14%	
EPS	8.168	9.398	14%	

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ






Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của DPM. Trong ngắn hạn, P/E dự báo 2012 của DPM hiện đang ở mức 3,61 lần, khá hấp dẫn đối với một cổ phiếu có hoạt động cơ bản tốt và dòng tiền ổn định. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng 2 rủi ro chính đối với DPM là dự án Đạm Cà Mau và giá khí đầu vào phần lớn đã được giải quyết:

- ❑ *Thứ nhất:* cổ đông đã thông qua việc mua lại nhà máy Đạm Cà Mau và hiện tại DPM đang tiến hành đàm phán và xin ý kiến Chính Phủ. Phương án mua lại Đạm Cà Mau cũng khả thi hơn nhiều so với trước do chi phí đầu tư Đạm Cà Mau thấp hơn so với dự kiến và tỷ lệ mua lại chỉ khoảng 51% giúp Đạm Phú Mỹ không phải vay nợ thêm. Việc mua được Đạm Cà Mau có thể giúp DPM không phải chịu sức ép cạnh tranh và giữ được vị thế chi phối thị trường urea trong nước.
- ❑ *Thứ hai:* giá khí của Đạm Phú Mỹ sẽ được giữ ổn định và không bị tăng đột biến như giai đoạn vừa qua do DPM đã ký hợp đồng mua giá khí với PV Gas và trong giai đoạn 2012 – 2015 giá khí sẽ chỉ tăng 2% mỗi năm.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

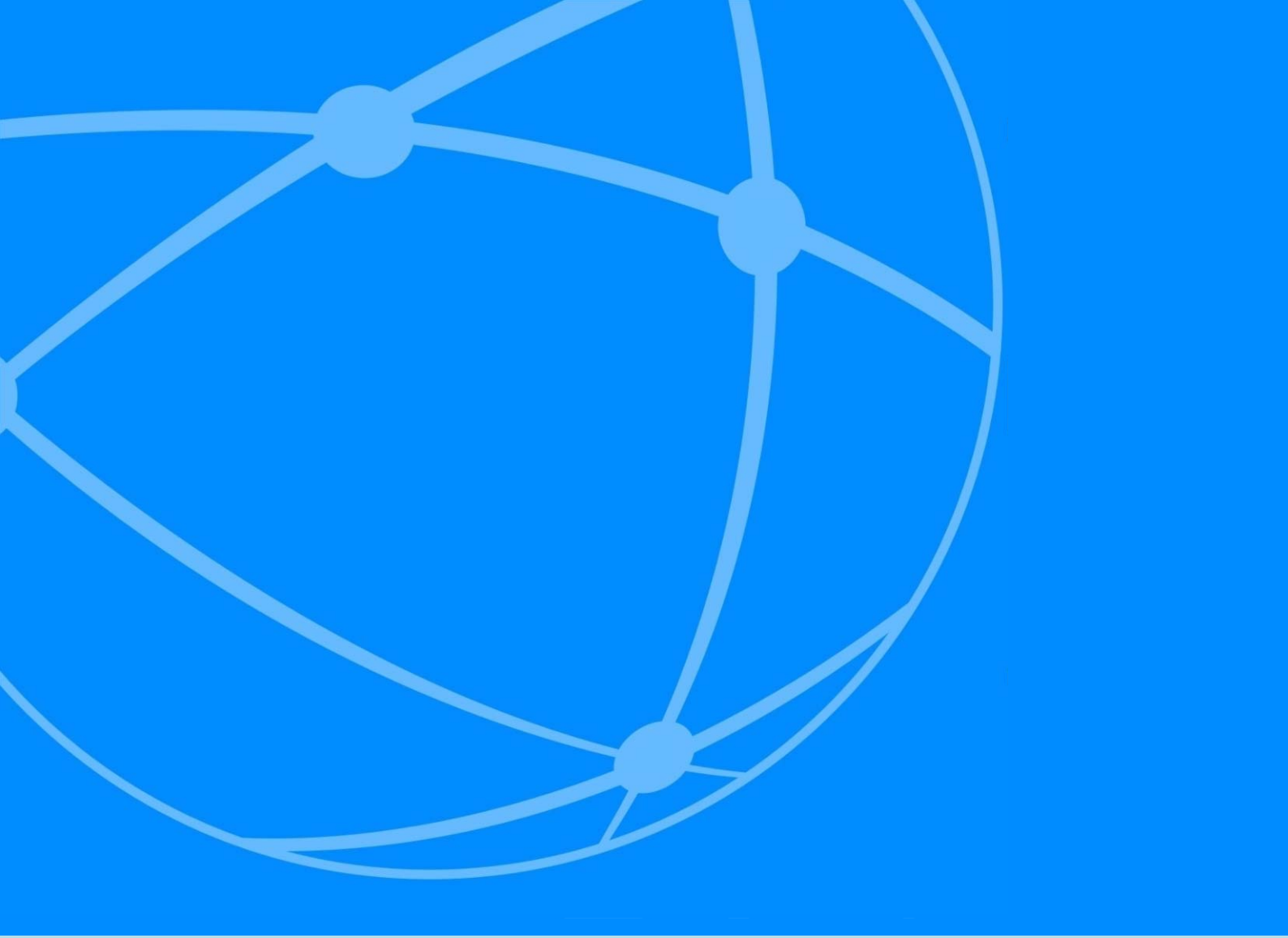
Đánh giá triển vọng. Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NẮM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Chuyên viên phân tích:

Chế Mai Trang

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn