

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

GIÁ UREA GIẢM - KHÔNG ĐƯỢC CHẤP THUẬN MUA ĐẠM CÀ MAU

Báo cáo cập nhật Q3/2012

17/10/2012

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 2

Chúng tôi ước tính trong quý 3/2012, DPM có thể đạt 3.298 tỷ đồng doanh thu và 688 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm khoảng 24% về doanh thu và 33% về lợi nhuận sau thuế so với quý 2/2012.

- ❑ **Giá urea.** Giá urea trung bình của DPM trong quý 3/2012 giảm khoảng 6% so với quý 2/2012, do giá phân bón thế giới giảm, nguồn cung phân đạm trong nước tăng lên khi Đạm Cà Mau đi vào hoạt động ổn định và nhu cầu tiêu thụ trong quý 3 ở mức thấp do yếu tố mùa vụ.
- ❑ **Sản lượng tiêu thụ.** Do nhu cầu tiêu thụ thấp, sản lượng tiêu thụ của DPM có thể giảm khoảng 8% so với Q2/2012, đạt khoảng 200.000 tấn đưa tổng sản lượng tiêu thụ urea Phú Mỹ trong 9 tháng đầu năm lên khoảng 662.000 tấn. Ngoài ra, DPM có thể phân phối khoảng 120.000 tấn urea Cà Mau trong Q3/2012, đưa tổng sản lượng phân phối trong 9 tháng lên khoảng 310.000 tấn.

Triển vọng 2012. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh và LNST của DPM so với trước đây do giá urea giảm nhanh hơn dự kiến. Dự báo kết quả kinh doanh của DPM sau điều chỉnh khoảng 13.563 tỷ đồng doanh thu và 2.962 tỷ đồng LNST, tăng trưởng lần lượt 47% và -6% so với năm 2011. Sở dĩ doanh thu tăng nhiều bởi năm 2012 DPM thực hiện phân phối sản phẩm cho nhà máy Đạm Cà Mau, tuy nhiên lợi nhuận giảm mạnh do chi phí giá vốn urea Phú Mỹ tăng khoảng 48% so với năm 2011.

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn, mặc dù lợi nhuận quý 3 và cả năm 2012 dự báo giảm nhưng P/E của DPM vào khoảng 4,65 lần, là mức không phải quá đắt đối với một cổ phiếu có hoạt động cơ bản tốt và dòng tiền ổn định. Do vậy chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu DPM.

Về dài hạn, việc không được chấp thuận mua Đạm Cà Mau có thể gây ra một số trở ngại cho DPM bởi vị thế chiếm lĩnh thị trường phân đạm chưa được xác lập một cách chắc chắn. Tuy nhiên, trong trường hợp Đạm Cà Mau tiến hành cổ phần hóa, với lượng tiền mặt dồi dào và chưa có kế hoạch giải ngân, DPM vẫn hoàn toàn có thể trở thành cổ đông chiến lược của Đạm Cà Mau. Trong cả hai trường hợp, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận trong thời gian tới của DPM có thể sẽ sụt giảm do phải san sẻ bớt nguồn lực cho Đạm Cà Mau như tìm thị trường xuất khẩu, giảm giá bán để đẩy mạnh tiêu thụ,...

Một số chỉ tiêu dự báo của DPM

| Chỉ số tài chính | 2010 | 2011 | 2012F | Q3/2011 | Q3/2012F |
|-----------------------------|-------|-------|--------|---------|----------|
| Doanh thu (tỷ VND) | 6.619 | 9.227 | 13.563 | 2.313 | 3.298 |
| EBITDA (tỷ VND) | 2.570 | 3.664 | 3.494 | 945 | 830 |
| EBIT (tỷ VND) | 1.925 | 3.537 | 3.310 | 904 | 787 |
| Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND) | 1.702 | 3.140 | 2.962 | 819 | 688 |
| EPS (VND) | 4.533 | 8.168 | 7.782 | 2.156 | 1.810 |
| P/E (x) | 7,50 | 4,16 | 4,65 | 16,79 | 20,00 |
| P/B (x) | 2,10 | 1,64 | 1,50 | 1,75 | 1,50 |
| ROA (%) | 23% | 34% | 27% | 9% | 6% |
| ROE (%) | 27% | 38% | 32% | 10% | 7% |

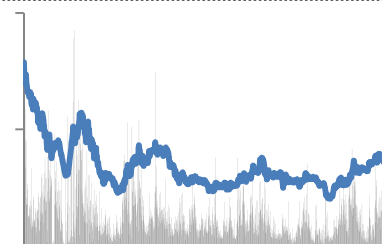
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

| | |
|-----------------------------|----------------|
| Giá kỳ vọng * | 38.500 VND |
| Giá thị trường (17/10/2012) | 36.200 VND |
| Khoảng giá 52 tuần | 20.140-39.430 |
| Khuyến nghị | NẮM GIỮ |
| Triển vọng 1 quý | ↓ Giảm mạnh |
| Triển vọng 1 năm | ↘ Giảm nhẹ |
| Triển vọng dài hạn | ■ Ổn định |



* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

BIẾN ĐỘNG GIÁ



| | YTD | 1T | 3T | 6T |
|----------|-----|-----|-----|------|
| DPM | 71% | -2% | 6% | 19% |
| VN-Index | 19% | 1% | -6% | -14% |

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|------------------------|-----------------|
| Mã cổ phiếu | DPM |
| Reuters | DPM.HM |
| Bloomberg | DPM VN |
| Sàn giao dịch | HSX |
| Ngành | Vật liệu cơ bản |
| Lĩnh vực | Phân bón |
| Vốn hóa | 13.671 tỷ đồng |
| SL cổ phiếu lưu hành | 380.000.000 CP |
| KLGD bình quân 10 ngày | 560.824 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 | 26,06% |
| Sở hữu khác | 12,19% |

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 | 13.563 |
| Giá vốn | 4.645 | 4.236 | 5.191 | 9.524 |
| Lợi nhuận gộp | 1.985 | 2.383 | 4.035 | 4.039 |
| Doanh thu tài chính | 181 | 343 | 527 | 542 |
| Chi phí tài chính | 82 | 81 | 74 | 7 |
| Lợi nhuận sau thuế | 1.343 | 1.702 | 3.140 | 2.962 |

Bảng cân đối kế toán

| Đơn vị (tỷ VND) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012F |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Tiền & khoản tương đương tiền | 2.906 | 3.748 | 4.070 | 5.814 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 191 | 250 | 467 | 543 |
| Hàng tồn kho | 569 | 671 | 1.166 | 1.263 |
| 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 | 10.778 |
| Nợ ngắn hạn | 559 | 897 | 776 | 1.516 |
| Nợ dài hạn | 235 | 264 | 19 | 23 |
| Vốn chủ sở hữu | 5.488 | 6.194 | 8.300 | 9.188 |
| Tổng nguồn vốn | 6.351 | 7.419 | 9.370 | 10.778 |

Chỉ số tài chính

| Chỉ tiêu | 2009 | 2010 | 2011 | 2012F |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ tiêu tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 2% | 0% | 39% | 47% |
| Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%) | -3% | 27% | 84% | -6% |
| Chỉ tiêu sinh lời | | | | |
| Lợi nhuận gộp biên (%) | 30% | 36% | 44% | 30% |
| Lợi nhuận thuần biên (%) | 20% | 26% | 34% | 22% |
| ROA (%) | 23% | 25% | 37% | 29% |
| ROE (%) | 26% | 29% | 43% | 34% |
| Chỉ tiêu cơ cấu vốn | | | | |
| Tổng nợ/Tổng tài sản (%) | 13% | 16% | 8% | 14% |
| 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 | 7.782 |
| Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần) | 14.399 | 16.213 | 20.685 | 24.152 |

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

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2012

Chúng tôi ước tính trong quý 3/2012, DPM có thể đạt 3.298 tỷ đồng doanh thu và 688 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm khoảng 24% về doanh thu và 33% về lợi nhuận sau thuế so với quý 2/2012.

- ❑ **Giá urea.** Giá urea trong Q3/2012 có xu hướng giảm sau một thời gian sốt giá mạnh trong Q2/2012. Giá trần urea Phú Mỹ giảm từ mức 11.000 VND/kg đầu tháng 7/2012 xuống 9.800 VND/kg vào cuối tháng 9/2012. Nguyên nhân chính là do giá phân bón thế giới giảm khiến lượng phân bón nhập khẩu có giá thấp tràn vào và nhà máy Đạm Cà Mau đi vào hoạt động ổn định khiến nguồn cung phân đạm tăng lên; trong khi nhu cầu tiêu thụ phân bón trong quý 3 cũng ở mức thấp do yếu tố mùa vụ. Chúng tôi ước tính giá urea trung bình của DPM trong quý 3/2012 giảm khoảng 6% so với quý 2/2012.
- ❑ **Sản lượng tiêu thụ.** Do nhu cầu tiêu thụ trong Q3/2012 ở mức thấp, sản lượng tiêu thụ của DPM có thể giảm khoảng 8% so với Q2/2012, đạt khoảng 200.000 tấn đưa tổng sản lượng tiêu thụ urea Phú Mỹ trong 9 tháng đầu năm lên khoảng 662.000 tấn. Ngoài ra, DPM có thể phân phối khoảng 120.000 tấn urea Cà Mau trong Q3/2012, đưa tổng sản lượng phân phối trong 9 tháng lên khoảng 310.000 tấn.
- ❑ **Mua lại Đạm Cà Mau.** Theo ý kiến mới nhất của Thủ tướng Chính Phủ về Đề án tái cấu trúc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, Đạm Cà Mau sẽ vẫn tồn tại là một công ty TNHH một thành viên và sẽ chỉ được cổ phần hóa khi có điều kiện. Do vậy, DPM chưa thể mua cổ phần của Đạm Cà Mau như đã trình đại hội cổ đông 2012 mà sẽ chỉ tiếp tục giữ vai trò phân phối sản phẩm của Đạm Cà Mau. Tuy nhiên DPM cho biết, Công ty vẫn giữ ý định sẽ mua cổ phần của Đạm Cà Mau khi cổ phần hóa.

| Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2012 của DPM | | | | | | |
|---|---------|----------|------------|---------|---------|------------|
| Chỉ tiêu | Q3/2011 | Q3/2012E | % thay đổi | 9T/2011 | 9T/2012 | % thay đổi |
| - Doanh thu (tỷ đồng) | 2.313 | 3.298 | 43% | 6.849 | 10.387 | 52% |
| - LNST (tỷ đồng) | 819 | 688 | -16% | 2.292 | 2.657 | 16% |

Nguồn: BVSC ước tính

TRIỂN VỌNG NĂM 2012

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh và LNST của DPM so với trước đây do giá urea giảm nhanh hơn dự kiến. Dự báo kết quả kinh doanh của DPM sau điều chỉnh khoảng 13.563 tỷ đồng doanh thu và 2.962 tỷ đồng LNST, tăng trưởng lần lượt 47% và -6% so với năm 2011. Sỡ dĩ doanh thu tăng nhiều bởi năm 2012 DPM thực hiện phân phối sản phẩm cho nhà máy Đạm Cà Mau, tuy nhiên lợi nhuận giảm mạnh do chi phí giá vốn urea Phú Mỹ tăng khoảng 48% so với năm 2011.

| Dự báo kết quả kinh doanh 2012 của DPM (tỷ đồng) | | | | |
|--|-------|--------|-----|--|
| Chỉ tiêu | 2011 | 2012 | % | Cơ sở dự báo |
| Doanh thu | 9.227 | 13.563 | 47% | <p>Giá urea. Giá urea có thể sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong Q4/2012 do nguồn cung trong nước dư thừa. Đạm Ninh Bình đã đi vào hoạt động từ cuối tháng 9/2012 với 85% công suất thiết kế. Cùng với sản lượng từ các nhà máy Đạm Phú Mỹ, Đạm Cà Mau và Đạm Hà Bắc, tổng sản lượng urea sản xuất Q4/2012 trên cả nước có thể đạt 550.000 tấn, vượt so với nhu cầu tiêu thụ (khoảng 500.000 tấn). Giá urea trong Q4/2012 do vậy có thể sẽ giảm khoảng 3% so với Q3/2012. Tuy nhiên, do giá urea trong 2 quý đầu năm ở mức cao, giá bán trung bình urea Phú Mỹ trong năm 2012 cao hơn 13% so với 2011, tương đương khoảng 9,6 triệu đồng/tấn.</p> |

Sản lượng. Mặc dù nhu cầu tiêu thụ urea trong Q4 tăng lên so với Q3/2012 do tháng 11,12 là thời điểm xuống giống vụ đông xuân, tuy nhiên do nguồn cung dư thừa khiến sản lượng tiêu thụ urea của DPM trong Q4/2012 dự báo có thể giảm khoảng 15% so với Q3/2012, ước đạt khoảng 170.000 tấn.

| | | | | |
|---------------------|-------|-------|------|---|
| Giá vốn | 5.191 | 9.524 | 83% | <p>Giá vốn Đạm Phú Mỹ. Giá vốn trung bình của DPM trong năm 2012 đạt khoảng 4,96 triệu đồng/tấn, tăng khoảng 48% so với 2011, chủ yếu do giá khí đầu vào tăng 45% và các chi phí nhân công, dịch vụ mua ngoài đều tăng mạnh so với 2011.</p> <p>Giá vốn Đạm Cà Mau. DPM phân phối sản phẩm của Đạm Cà Mau và hưởng mức hoa hồng cố định là 70 VND/kg.</p> |
| | | | | |
| Lợi nhuận gộp | 4.035 | 4.039 | 0% | |
| Doanh thu tài chính | 527 | 542 | 3% | |
| Chi phí tài chính | 74 | 7 | -91% | |
| LN trước thuế | 3.509 | 3.310 | -6% | |
| LN sau thuế | 3.140 | 2.962 | -6% | |
| EPS (VND/cp) | 8.168 | 7.782 | -5% | |

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ






Trong ngắn hạn, mặc dù lợi nhuận quý 3 và cả năm 2012 dự báo giảm nhưng P/E của DPM vào khoảng 4,65 lần, là mức không phải quá đắt đối với một cổ phiếu có hoạt động cơ bản tốt và dòng tiền ổn định. Do vậy chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với DPM.

Về dài hạn, việc không được chấp thuận mua Đạm Cà Mau có thể gây ra một số trở ngại cho Đạm Phú Mỹ bởi vị thế chiếm lĩnh thị trường phân đạm chưa được xác lập một cách chắc chắn. Tuy nhiên, nếu trong trường hợp Đạm Cà Mau tiến hành cổ phần hóa, với lượng tiền mặt dồi dào và chưa có kế hoạch giải ngân như hiện tại, DPM vẫn hoàn toàn có thể mua cổ phần và trở thành cổ đông chiến lược của Đạm Cà Mau. Trong cả hai trường hợp, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận trong thời gian tới của DPM có thể sẽ sụt giảm do phải san sẻ bớt nguồn lực cho Đạm Cà Mau như tìm thị trường xuất khẩu, giảm giá bán để đẩy mạnh tiêu thụ,..

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: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

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

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999

Chuyên viên phân tích:

Chế Mai Trang chethimaitrang@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương luuvanluong@baoviet.com.vn