

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu

44,200 VND

Giá hiện tại

40,800 VND

Le Minh Triet

(+84-8) 5413-5472

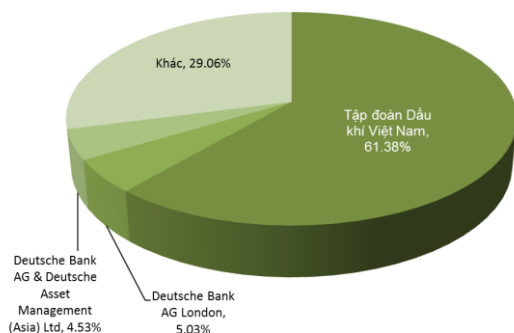
trietle@phs.vn

Sơ lược công ty

Mã CP	DPM
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3,800
CP đang lưu hành (triệu)	379.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	15,615
Biên độ 52 tuần (đồng)	29.9 - 43.7
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	587,762
Beta	0.82
Sở hữu nước ngoài	28.93%
Ngày niêm yết đầu tiên	5/11/2007

Cổ đông lớn

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	61.38%
Deutsche Bank AG London	5.03%
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	4.53%



Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	+4.6	+7.3	+13.8
Phần trăm (%)	+12.4	+20.1	+46.2



Thách thức đang chờ phía trước

Giá bán giảm làm hạ thấp lợi nhuận 1H13: Kết quả kinh doanh 1H13 của DPM có sự sụt giảm do ảnh hưởng từ việc dư thừa nguồn cung nội địa. Việc đưa vào hoạt động hai nhà máy sản xuất phân urea mới là Đạm Cà Mau và Đạm Ninh Bình đã khiến thị trường chuyển sang thặng dư nguồn cung khoảng 300,000 – 500,000 tấn và tạo áp lực khiến giá bán của DPM đã giảm trung bình 10% trong 6 tháng đầu năm. Hơn thế nữa, việc chấm dứt phân phối sản phẩm của Đạm Cà Mau (DCM) cũng gia tăng áp lực lên doanh thu của DPM. Sản lượng tiêu thụ phân bón của DPM trong 1H13 đã giảm 7% YoY và kéo doanh thu thuần xuống chỉ còn 6,100 tỷ (-14% YoY). Là một doanh nghiệp có lượng tiền mặt lớn, việc lãi suất giảm liên tục từ đầu năm đến nay đã làm giảm lãi tiền gửi của DPM xuống chỉ còn 227 tỷ (-26% YoY). Thêm vào đó, việc chi phí tài chính nhảy vọt 4 lần lên mức 1.9 tỷ đã làm xói mòn lợi nhuận từ hoạt động tài chính của công ty xuống chỉ còn 223 tỷ đồng (-27% YoY). Với các chi phí khác không có nhiều biến động, LNST của DPM giảm nhẹ xuống 1,617 tỷ (-18% YoY) và hoàn thành 84.5% kế hoạch lợi nhuận thận trọng.

Công nghệ mới và kế hoạch mở rộng giữ giá phân urea ở mức thấp:

Trong 6 tháng đầu năm, giá phân urea thế giới đã giảm liên tục từ mức 380 USD/tấn trong tháng 1 xuống còn 310 USD/tấn trong tháng 6 do nhu cầu thấp và nguồn cung dư thừa. Các nhà máy sản xuất phân urea ở Bắc Phi và Trung Đông vừa được cải tiến công nghệ và mở rộng công suất thêm 1.5 – 2 triệu tấn/năm. Thêm vào đó Mỹ cũng đang tiến hành xây dựng thêm nhà máy mới ở Dakota và mở rộng công suất nhà máy Solagan với công suất dự kiến nâng thêm khoảng 1.6 triệu tấn/năm. Với 3 khu vực cung cấp phân bón chính cho thị trường thế giới đều nâng tổng công suất lên cao, thặng dư phân bón sẽ tiếp tục gia tăng trung bình 6%/năm trong giai đoạn 2015 – 2017, theo như dự báo của International Fertilizer Industry Association - một tổ chức quốc tế chuyên về nghiên cứu và tư vấn cho thị trường phân bón. Ngoài việc dư thừa tổng cung, việc áp dụng công nghệ mới cũng góp phần hạ giá bán xuống mức hấp dẫn hơn. Và nếu nền nông nghiệp thế giới vẫn còn gánh chịu hậu quả từ cuộc suy thoái kinh tế hiện tại thì giá bán phân urea sẽ còn ở mức thấp thêm một thời gian nữa.

Ở Việt Nam, mặc dù sự gia tăng nguồn cung nội địa đã khiến giá phân urea giảm liên tục từ giữa năm 2012 nhưng giá bán có phần bật tăng nhẹ trong 2Q13 do nhu cầu phân bón tăng cao cho vụ lúa hè thu và nguồn cung sụt giảm vì nhà máy Đạm Ninh Bình tạm dừng hoạt động giữa tháng 3 do gặp sự cố. Giá phân urea trong nước sẽ còn tiếp tục chịu áp lực giảm từ thị trường chung thế giới sau đợt hồi phục ngắn vào quý cuối năm nay do đây là thời điểm bắt đầu vụ lúa đông xuân.

Triển vọng ảm đạm trong FY13: Như đã đề cập trong báo cáo trước, triển vọng tăng trưởng dài hạn của DPM khá mờ nhạt do công ty sẽ không triển khai dự án mới cho đến năm 2015. Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo doanh thu FY13 của DPM sẽ sụt giảm 14.3% do giá bán giảm và hạ sản lượng sản xuất vì nhà máy tạm ngưng hoạt động 1 tháng trong quý 3 để bảo dưỡng định kỳ. Ngoài ra, việc đảm bảo giá khí gas tự nhiên đầu vào tăng không quá 2%/năm theo như hợp đồng đã ký kết với GAS sẽ giúp cải thiện chỉ số GVHB trên doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp so với năm trước. Tuy nhiên, việc lãi suất trượt dài từ đầu năm đến nay sẽ làm xói mòn lãi tiền gửi và nhấn chìm lợi nhuận từ hoạt động tài chính của DPM xuống còn 342 tỷ (-39%). Do đó, dự báo LNST cả năm chỉ còn 2,609 tỷ (-14.9%) và vượt 36% kế hoạch lợi nhuận thận trọng.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, với giá mục tiêu là 44,200 đồng: giá cổ phiếu DPM được xác định ở mức 44,200 đồng dựa trên 2 phương pháp: P/E (tỷ trọng 60%, P/E kỳ vọng 6.5x và EPS dự phóng năm 2013) và P/B (tỷ trọng 40%, P/B kỳ vọng 1.6x và giá trị sổ sách dự phóng năm 2013). Với đánh giá triển vọng doanh thu thận trọng và kết quả lợi nhuận bị lu mờ bởi nguồn cung dư thừa, chúng tôi khuyến nghị **"TRUNG LẬP"** đối với cổ phiếu DPM.

Tóm lược tình hình tài chính

(tỷ đồng)	1H12	1H13	KH 2013	2013E
Doanh thu thuần	7,170	6,136	10,100	11,419
Biên LN gộp	34.8%	35.8%		34.7%
Biên LN HĐKD	31.4%	30.2		23.8%
LN trước thuế	2,221	1,829	2,120	3,070
LN sau thuế	1,969	1,617	1,915	2,609
Tăng trưởng so với cùng kỳ	+33.8%	-17.9%		-14.9%
EPS (TTM)	9,528	7,052		6,867
Giá trị sổ sách	23,399	25,452		27,342
P/E	4.31	5.83		6.5
P/B	0.46	0.42		1.6

Nguồn: PHS, DPM

Sơ lược công ty

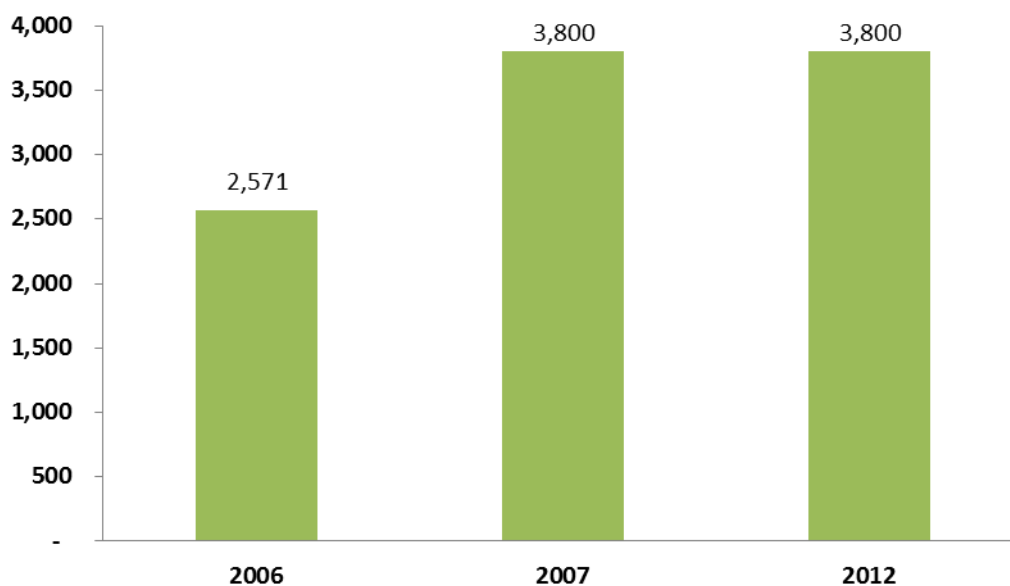
Là một trong những công ty sản xuất phân đạm lớn nhất cả nước, DPM hiện đang dẫn đầu thị trường phân đạm nội địa với hơn 40% thị phần. Ngoài ra, DPM còn có hệ thống phân phối rộng khắp cả nước và hệ thống kho đầu mối, kho trung chuyển tại các vùng trọng điểm. Đây là những yếu tố quan trọng giúp DPM nâng cao tính cạnh tranh trong kinh doanh và duy trì được vị thế dẫn đầu thị trường.

Lịch sử công ty

- Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí tiền thân là Công ty Phân đạm và Hóa chất Dầu khí được thành lập vào tháng 03/2003 và chính thức hoạt động vào tháng 01/2004.
- 04/2007, công ty đã chuyển đổi hoạt động theo mô hình công ty cổ phần.
- 11/2007, chính thức niêm yết 380 triệu cổ phiếu tại Sở Giao dịch chứng khoán TP. HCM (HSX) với mã giao dịch là DPM
- 05/2008, chuyển đổi từ công ty cổ phần thành tổng công ty, hoạt động theo mô hình công ty mẹ - con.



Quá trình tăng vốn (tỷ đồng)



Nguồn: DPM

Chỉ số tài chính (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	2010	2011	2012	2013E	Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013E
Doanh thu thuần	6,619	9,227	13,322	11,419	Chỉ tiêu tăng trưởng				
Giá vốn hàng bán	4,236	5,191	8,997	7,452	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	-0.2%	39.4%	44.4%	-14.3%
Lợi nhuận gộp	2,383	4,035	4,324	3,967	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận gộp	20.0%	69.4%	7.2%	-8.3%
Chi phí bán hàng & quản lý DN	742	995	1,311	1,250	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng	25.7%	33.6%	22.6%	22.8%
Doanh thu tài chính	343	527	568	355	Tỷ lệ tăng tổng tài sản	16.8%	25.3%	13.8%	14.0%
Chi phí tài chính	81	74	7	12	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu	12.9%	32.8%	8.9%	15.9%
Lợi nhuận tài chính	8	28	2	3	Chỉ tiêu hiệu quả				
LN hoạt động kinh doanh	1,641	3,040	3,013	2,717	Biên lợi nhuận gộp	36.0%	43.7%	32.5%	34.7%
Lợi nhuận trước thuế	1,922	3,510	3,542	3,070	Biên LN trước thuế	29.0%	38.0%	26.6%	26.9%
Lợi nhuận sau thuế	1,703	3,104	3,017	2,609	Lợi nhuận ròng biên	25.7%	33.6%	22.6%	22.8%
Cân đối kế toán	2010	2011	2012	2013E	ROA	24.7%	37.1%	30.4%	23.0%
Tổng tài sản	7,419	9,295	10,581	12,058	ROE	29.2%	43.1%	35.1%	27.0%
Tài sản ngắn hạn	4,826	6,041	7,204	8,555	Phân tích DuPont				
Tiền và tương đương tiền	3,748	4,070	5,629	5,950	Lợi nhuận ròng biên (1)	25.7%	33.6%	22.6%	22.8%
Khoản phải thu	250	464	194	351	Vòng quay tổng tài sản (2)	0.96	1.10	1.34	1.07
Tồn kho	671	1,160	1,171	1,799	Đòn bẩy (3)	1.18	1.16	1.16	1.15
Tài sản dài hạn	2,593	3,254	3,377	3,503	ROE = (1)x(2)x(3)	29.2%	43.1%	35.1%	28.0%
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	Chỉ tiêu quản lý				
Tài sản cố định	1,719	2,236	2,371	2,551	Số ngày phải thu	13.72	18.27	5.26	11.21
Tổng nguồn vốn	7,419	9,295	10,581	12,058	Số ngày tồn kho	57.85	81.59	47.52	88.10
Nợ phải trả	1,188	883	1,415	1,459	Số ngày phải trả	35.08	20.79	16.14	18.16
Vay ngắn hạn	86	9	28	80	Vòng quay tổng tài sản	0.96	1.10	1.34	1.07
Khoản phải trả	417	324	398	368	Vòng quay tài sản dài hạn	3.85	4.13	5.62	4.48
Vay dài hạn	246	-	8	7	Vòng quay tài sản cố định	0.26	0.24	0.18	0.22
Vốn chủ sở hữu	6,194	8,227	8,960	10,388	Hệ số thanh toán				
Vốn điều lệ	3,800	3,800	3,800	3,800	Thanh toán hiện tại	5.22	6.99	5.16	6.00
Thặng dư vốn	-	1	1	21	Thanh toán nhanh	4.50	5.65	4.32	4.74
Quỹ đầu tư phát triển	850	1,420	2,525	2,526	Thanh toán tiền mặt	4.06	4.71	4.03	4.17
Lợi nhuận giữ lại	1,288	2,669	1,975	3,170	Cơ cấu vốn				
Dòng tiền	2010	2011	2012	2013E	Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	0.19	0.11	0.16	0.14
Tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	2,941	2,125	3,280	2,135	Tổng nợ/tổng tài sản	0.16	0.10	0.13	0.12
Tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(1,265)	(712)	135	(629)	Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	1.20	1.13	1.18	1.16
Tiền thuần từ hoạt động tài chính	(833)	(1,090)	(1,855)	(1,176)	Chỉ tiêu trên cổ phần				
Dòng tiền thuần trong kỳ	842	323	1,559	330	PE	9.11	5.00	5.98	5.98
Tiền đầu kỳ	2,906	3,748	4,070	5,629	PBV	2.51	1.89	1.50	1.50
Tiền cuối kỳ	3,748	4,070	5,629	5,950	PS	2.35	1.68	1.37	1.37
					EPS	4,510	8,220	6,867	6,867
					Tiền/cổ phiếu	6,330	8,724	7,447	7,447
					Giá trị sổ sách	16,401	21,785	27,342	27,342

Nguồn: PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỷ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 5, tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

Website: www.phs.vn | **E-mail:** info@phs.vn