

TỔNG CÔNG TY CP PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ - DPM

Ngày 14 tháng 09 năm 2009

Chu Thế Huỳnh

Email: chuhuynh@thanglongsc.com.vn

Khuyến nghị của TSC

MUA



Giá giao dịch

48

Giá mục tiêu 12 tháng

80

Chiến lược đầu tư

Dài hạn

Ngành lớn: Sản xuất công nghiệp

Ngành hẹp: hóa chất và phân bón

Tổng quan DPM hiện là nhà sản xuất phân bón Urea từ nguyên liệu khí thiên nhiên lớn nhất cả nước với công suất thiết kế là 740 ngàn tấn Urea. Sản lượng sản xuất và tiêu thụ hàng năm đạt xấp xỉ 750 ngàn tấn, cung cấp đến 40% nhu cầu Urea cả nước. Được thành lập năm 2004 để vận hành nhà máy Đạm Phú Mỹ công trình hóa đầu đầu tiên của Việt Nam, đến 2007 được chuyển thành công ty cổ phần. Niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp Hồ Chí Minh từ cuối năm 2007.

Những thông kê chính (VND), trượt 4 quý gần nhất

Giá cao 52 tuần	67.5	Beta	1.12	ROA	16.83%	Vốn điều lệ 000VND	3,800,000,000
Giá thấp 52 tuần	26.8	EPS	2.727	ROE	20.73%	Cổ đông nhà nước	61.37%
Khối lượng lưu hành	379,000,000	P/E	17.7	Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.2	Cổ đông trong nước	17.19%
Vốn hóa 000VND	18,192,000,000	DIV	2,000	Giá sổ sách	13,881	Cổ đông nước ngoài	20.84 %

Diễn biến giá



Nguồn: TSC

Thông tin quan trọng

Khuyến nghị - MUA

DPM nên được coi là cổ phiếu đầu tư giá trị, trong ngắn hạn, việc kỳ vọng vào sự đột biến về lợi nhuận đầu tư là khó xảy ra. Chúng tôi tin rằng giá trị của cổ phiếu DPM nằm trong khoảng từ 75-80 ngàn đồng. Nhà đầu tư dài hạn nên gia tăng tỷ trọng DPM trong danh mục của mình.

Những điểm sáng

Đạm phú Mỹ hội tụ nhiều yếu tố thuận lợi. Công nghệ hiện đại, dây chuyền đồng bộ, vận hành ổn định ngay từ ngày đầu, tạo ra những sản phẩm có chất lượng. Chuyển đổi nhanh sang công ty cổ phần chỉ sau một thời gian đi vào hoạt động tỏ rõ mong muốn của PVN là xây dựng một Tổng công ty phân bón lớn. Tận dụng những ưu thế của loại hình đã sở hữu trong quản trị cũng như phát triển mạnh mẽ nguồn lực tài chính. Xây dựng hình ảnh là một công ty lớn nhất Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất Urea... Có thể cạnh tranh với các công ty phân bón trong khu vực của Indonexia, Thailand, Ấn độ.

Dự án hóa đầu đầu tiên của Việt Nam. Công cụ của Chính phủ trong ổn định nguồn phân bón, phục vụ ngành nông nghiệp. Với một nước canh tác nông nghiệp lớn như Việt Nam, sự ra đời của DPM là một sự kiện lớn, quan trọng trong chiến lược phát triển nông nghiệp, đảm bảo an ninh lương thực và xuất khẩu gạo. DPM ra đời cung cấp khoảng 750 ngàn tấn Urea, đáp ứng đến 40% nhu cầu cả nước.

Nằm trong một Tập đoàn lớn, tiềm lực tài chính mạnh mẽ, DPM sẽ được hưởng nhiều thuận lợi trong các dự án đầu tư phát triển. Trong quá khứ, điều này thể hiện ở việc nợ dài hạn đã được chi trả toàn bộ sau 4 năm hoạt động.

Thông tin quan trọng

Chính sách khấu hao nhanh: chỉ sau 4 năm đi vào hoạt động, tài sản cố định giá trị 5 ngàn tỷ đã được khấu hao hết bất chấp việc đánh giá lại tăng lên khi cổ phần hóa. Áp dụng chính sách khấu hao đường thẳng tuy nhiên chúng tôi quan sát thấy khấu hao tài sản bình quân các năm qua đạt 20% năm. Chúng tôi cho rằng chỉ sau năm 2009, tài sản cố định sẽ được khấu hao gần hết, chi phí khấu hao sẽ giảm xuống thấp. Nhà đầu tư nên coi đây là lợi thế lớn và có thể kỳ vọng về tỷ suất lợi nhuận cao trong các năm tới.

Những điểm tối

Giá nguyên liệu trong tương lai không cho phép các cổ đông tiếp tục mơ tới mức lợi nhuận siêu ngạch. Tuy vậy, Chúng tôi cho rằng, không có sự tăng giá khí quá mức trong điều kiện DPM còn là công cụ bình ổn giá Urea trong nước. Bất cứ một thay đổi nào theo thị trường giá nguyên liệu đầu vào cũng sẽ làm cho sản phẩm đầu ra của DPM áp dụng theo cơ chế thị trường và điều này trong 2 năm tới có vẻ như chưa là mục tiêu của các nhà Quản lý cấp cao.

Người em cùng Cha mẹ - Đạm Cà Mau trực tiếp ảnh hưởng đến chiến lược phát triển của Tổng công ty. Hiện tại chưa có thông tin về bước phát triển tiếp theo trong việc DPM sẽ tiếp nhận nhà máy Đạm Cà Mau. Các cổ đông nhỏ ngoài PVN đã không bỏ phiếu cho việc DPM tiếp nhận nhà máy. Cổ đông nhỏ có lý khi so sánh suất đầu tư giữa Đạm Cà Mau và Đạm Phú Mỹ, tuy nhiên thời điểm hai dự án khác nhau. Chúng tôi nhìn nhận việc tiếp nhận sẽ mang lại thể mạnh hơn nhiều cho DPM trên con đường phát triển thành một Tổng công ty lớn có thể cạnh tranh trong khu vực, ít nhất là Đông Nam Á và Đông Á.

Đánh giá rủi ro kinh doanh

Thấp Trung bình Cao

Rủi ro kinh doanh đang dần tăng lên khi công ty mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh phân bón xuất nhập khẩu. Trong 2 năm tới, cạnh tranh trên thị trường phân bón Urea sẽ gay gắt hơn nhiều.

Đánh giá rủi ro thanh khoản

Thấp Trung bình Cao

DPM được giao dịch khá sôi động trên thị trường kể từ khi niêm yết. Chúng tôi nhận thấy đây là cổ phiếu có tính thanh khoản cao và hiện đang được nhà đầu tư nước ngoài ưa thích lựa chọn.

Đánh giá rủi ro biến động giá

Thấp Trung bình Cao

DPM là cổ phiếu giữ giá khá tốt khi thị trường đi xuống, ngược lại tăng giá "nóng" ít khi xảy ra. Điều này phản ánh tính "thông tin hiệu quả" của DPM.

Số liệu tài chính

	Doanh thu (tỷ đồng)			
	Q1	Q2	Q3	Q4
2009E	1949	2111	1200	1555
2008	971	2072	1290	2142

2007 1619

2006

2005

Lợi nhuận (tỷ đồng)

	366	419	320	394
2009E	366	419	320	394
2008	393	710	363	-87
2007				562
2006				
2005				

Chỉ tiêu khác

	Margin	ROA	ROE	DIV
2009E	26.46%	11.93%	14.37%	13%
2008	28.59%	26.68%	29.22%	15%
2007	39.19%	23.17%	30.37%	12%
2006	36.91%	17.42%	24.92%	
2005	35.56%	12.03%	21.58%	

	EPS	P/E	PEG	P/B
2009E	4.147	10.66		3.06
2008	3.679	9.46		2.76
2007	3.499	21.15		6.42
2006	4.516	NA		NA
2005	2.514	NA		NA

	TTS	VCSH	VBL	EVA
2009E	6.336	5.261	3.800	
2008	5.192	4.741	3.800	
2007	5.739	4.377	3.800	
2006	6.666	4.660	2.571	
2005	6.583	3.670	3.149	

Trung bình ngành

	Margin	ROE	ROA	PE
6T-09	15%	5%	9%	10.49
2008	18%	12%	28%	6.45
2007	20%	14%	31%	16.23
2006	16%	7%	17%	NA
2005				

TÓM TẮT

- Nhu cầu phân bón trong nước mỗi năm khoảng từ 8-9 triệu tấn các loại và gia tăng hàng năm. Sản xuất trong nước hiện đáp ứng được khoảng từ 60%-65% tổng nhu cầu, còn lại phải nhập khẩu từ nước ngoài. Cụ thể, hiện đáp ứng được 50% nhu cầu về Urea, 30% nhu cầu về DAP, 100% nhu cầu NPK, trong khi Kali, SA phải nhập khẩu hoàn toàn.
- Sau năm 2011, sản lượng urea sản xuất trong nước có thể đạt 2,5 triệu tấn do các dự án mới đi vào hoạt động từ năm 2012. Các dự án điển hình như dự án Đạm Cà Mau- 800 ngàn tấn, Đạm Ninh Bình-560 ngàn tấn, Đạm Hà Bắc mở rộng 500 ngàn tấn.
- Đạm Phú Mỹ là nhà máy sản xuất Urea hiện đại và lớn nhất nước. Sản lượng hàng năm đạt 750 ngàn tấn, đáp ứng 40% nhu cầu urea cả nước.
- Là công ty con thuộc Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam. Được chuyển sang công ty cổ phần từ tháng 9 năm 2007. Vốn điều lệ đạt 3.800 tỷ đồng.
- Niêm yết cổ phiếu trên Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ tháng 11 năm 2007, tính thanh khoản vượt trội và được nhà đầu tư nước ngoài quan tâm.
- Hoạt động sản xuất kinh doanh phát triển tốt trong các năm qua. Doanh thu tăng trưởng trung bình hàng năm trên 30%. Năm 2008 tăng trưởng ở mức 70%, 6.475 tỷ đồng.
- Lợi nhuận hàng năm đạt trên 1.300 tỷ đồng, ROE trung bình ở mức 30%.
- Tình hình tài chính lành mạnh, năng lực tài chính dồi dào, vốn chủ sở hữu chiếm trên 70% tổng nguồn vốn.
- Trong các năm tới, chiến lược phát triển trở thành nhà sản xuất và kinh doanh phân bón hàng đầu tại Việt Nam. Các dự án sản xuất phân bón tại nước ngoài thể hiện tham vọng phát triển ra tầm khu vực Đông Nam Á.
- Chúng tôi thực hiện định giá theo 3 kịch bản, kết quả theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF cho thấy giá trị mỗi cổ phần của DPM nằm trong khoảng từ 76.000-81.000 đồng,
- Chúng tôi cho rằng, cổ phiếu DPM là cơ hội đầu tư giá trị đầy tiềm năng, các nhà đầu tư dài hạn nên ưu tiên lựa chọn.

Phần I: Bức tranh hiện tại

Thị trường phân bón trong nước.

Năng lực sản xuất và tiêu thụ

Là một quốc gia nông nghiệp, Việt Nam tiêu thụ một lượng phân bón không nhỏ hàng năm từ 8 triệu đến 9 triệu tấn phân bón các loại, kim ngạch nhập khẩu phân bón từ năm 2001 đến nay vẫn có chiều hướng tăng.

Theo số liệu của Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, Việt Nam hiện có khoảng 300 cơ sở sản xuất phân bón; 35 nhà nhập khẩu và 20 văn phòng đại diện phân bón nước ngoài tại Việt Nam.

Thị trường phân bón Việt Nam hiện nay vẫn phụ thuộc lớn vào nhập khẩu. Công nghiệp sản xuất phân bón nội địa Việt Nam mới chỉ đáp ứng được khoảng 50%-60% nhu cầu về Urea, 30%-35% phân DAP, 100% phân lân nung chảy và NPK từ lân nung chảy. Các loại phân khác như SA, Kali...hiện nay đang phải nhập khẩu 100%. Thị trường nhập khẩu chủ yếu của Việt Nam là Trung Quốc, chiếm tới trên 40% tổng kim ngạch nhập khẩu phân bón của Việt Nam, xếp thứ hai là Nga.

(Agroinfo)

Tuy nhiên, với sự ra đời của một số nhà máy sản xuất phân bón lớn trong thời gian tới, năng lực sản xuất trong nước tăng lên và tình hình nhập khẩu sẽ giảm xuống. Theo Chúng tôi, sau khi các nhà máy sản xuất Urea mới (đạm Cà Mau- 800 ngàn tấn, Ninh Bình- 560 ngàn tấn, Hà bắc mở rộng-320 ngàn tấn) đi vào hoạt động đầu năm 2012, sản lượng Urea sản xuất trong nước đạt khoảng 2,5 triệu tấn, Việt nam sẽ thừa khoảng 0,5 triệu tấn và phải tính đến bài toán xuất khẩu.

Bảng 1- Một số nhà sản xuất phân bón lớn ở Việt Nam

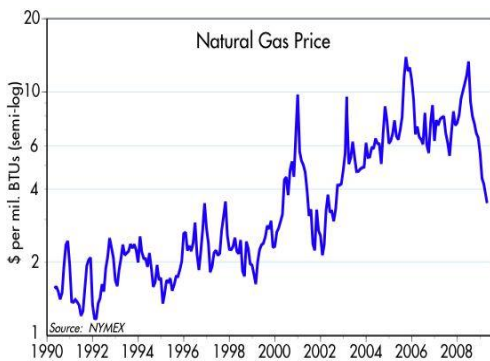
(đơn vị: ngàn tấn)

Nhà máy	Sản phẩm	Công suất	Trạng thái	Ghi chú
Đạm Phú Mỹ	Urea	740	Hoạt động	Tăng CS lên 800 ngàn tấn vào cuối 2012
Đạm Hà Bắc	Urea	180	Hoạt động	Tăng CS lên 500 ngàn tấn vào cuối 2012
Đạm Cà Mau	Urea	800	Xây dựng	Dự kiến hoạt động đầu năm 2012
Đạm Ninh Bình	Urea	560	Xây dựng	Dự kiến hoạt động đầu năm 2012
DAP Hải Phòng	DAP	500	Hoạt động	
DAP Lào Cai	DAP	500	Xây dựng	Dự kiến hoạt động cuối năm 2012
Phân bón Miền Nam	Tổng hợp	600	Hoạt động	
Phân bón Bình Điền	NPK	1.400	Hoạt động	
Phân Lân Văn điển	NPK	400	Hoạt động	
Phốt phát Lâm Thao	NPK	750	Hoạt động	

(Nguồn: Vinachem, TSC tổng hợp)

Về sản xuất phân bón DAP, hồi đầu năm 2009 nhà máy DAP Hải phòng với công suất 500 ngàn tấn/năm do Vinachem đầu tư đã đi vào hoạt động. Vinachem tiếp tục thực hiện đầu tư dự án thứ hai sản xuất DAP tại Lào Cai với công suất 500 ngàn tấn/năm, nhà máy dự kiến đi vào hoạt động sau năm 2012.

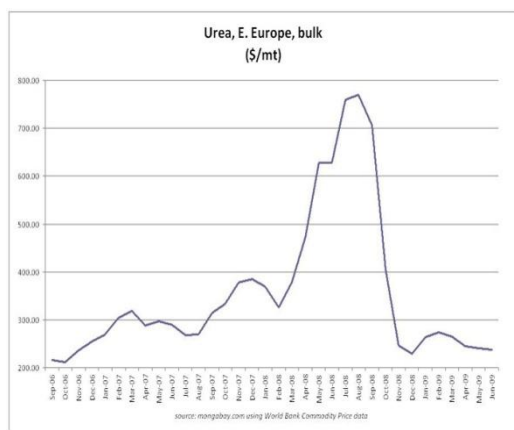
Đồ thị 1 - Biến động giá khí thiên nhiên trên thị trường thế giới



(Nguồn: Nymex)

Khí thiên nhiên là nguyên liệu quan trọng trong sản xuất đạm Urea

Đồ thị 2- Giá UREA giao dịch trên thị trường thế giới



(Nguồn: World Bank Commodity data price)

Giá Urea thế giới đã lên mức cao nhất trong nhiều năm, vào tháng 7-8 /2008, Urea giao dịch đạt gần 800USD/tấn.

Tình hình phân bón nhập khẩu

Theo số liệu thống kê ước tính, năm 2008 Việt Nam nhập về khoảng 3 triệu tấn phân bón các loại với kim ngạch 1,46 tỷ USD, giảm 17,9% về lượng nhưng lại tăng 32,73% về trị giá so với năm 2007.

Nhập khẩu phân bón năm 2008 có nhiều biến động. Trái với xu hướng hàng năm là những tháng đầu năm lượng phân bón nhập về thường ở mức thấp và tăng mạnh trong những tháng cuối năm nhưng trong 5 tháng đầu năm 2008 lượng phân bón nhập về nước ta đã tăng rất mạnh, đạt 1,6 triệu tấn, tăng 50,8% so với cùng kỳ năm 2007. Trong khi đó, 7 tháng cuối năm lượng phân bón nhập về đạt rất thấp, trên 100 ngàn tấn/tháng. Đặc biệt, tháng 11 lượng nhập về chỉ đạt 70,8 ngàn tấn, giảm tới 81,06% so với cùng kỳ năm 2007.

Đây cũng là nguyên nhân khiến cho các công ty nhập khẩu phân bón tổn thất nặng năm 2008 khi nhập khẩu lượng phân bón lớn trong quý II và nửa đầu quý III, thời điểm giá phân bón thế giới ở mức đỉnh điểm.

Theo thống kê, giá nhập khẩu trung bình phân bón năm 2008 đạt 469 USD/tấn, tăng 86,64% so với giá nhập khẩu trung bình năm 2007. Trong đó, giá nhập khẩu trung bình về từ thị trường Nga tăng tới 203,63% so với giá nhập khẩu trung bình năm 2007, đạt 450 USD/tấn; Hàn Quốc tăng 103%, đạt 519 USD/tấn; Canada tăng 116,82%, đạt 568 USD/tấn; Belarus tăng 135,92%, đạt 578 USD/tấn; Trung Quốc tăng 72,95% so với giá nhập khẩu năm 2007, đạt 474 USD/tấn...

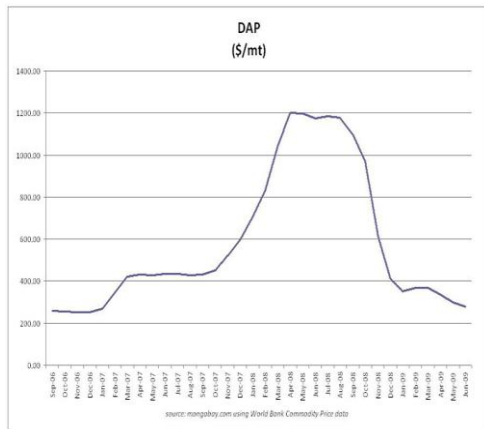
Bảng 2 - Một số thị trường phân bón lớn Việt Nam nhập khẩu năm 2008

Thị trường	Năm 2008		So với năm 2007	
	Lượng (ngàn tấn)	Trị giá (triệu USD)	% lượng	% trị giá
Trung Quốc	1.517	720	-28,17	24,23
Nga	340	165	28,46	201,91
Nhật Bản	207	57	-26,30	36,53
Hàn Quốc	146	76	3,78	119,71
Canada	135	77	23,52	152,66
Đài Loan	112	35	-9,65	100,15
Belarus	135	72	-37,37	29,69
Ixraen	82	40	-49,93	-7,88
Philippine	87	50	-42,80	12,61
Indonesia	68	14	2.594,56	3.929,27
Ấn Độ	56	17	546,64	679,89
Singapore	56	33	-29,16	50,41
Qata	46	24	818,16	1.504,21
Na Uy	22	17	563,75	1.617,54

(Nguồn: Bộ thương mại)

Theo ước tính của Tổng Công ty Hoá chất Việt Nam, nhu cầu phân bón các loại của cả nước năm 2009 là 7 đến 8 triệu tấn, trong đó, 1,7 triệu tấn phân đạm urê; 1,85 triệu tấn phân NPK; DAP 0,7 triệu tấn; 1,6 triệu tấn phân lân trong nước sản xuất và một số

Đồ thị 3- Giá DAP giao dịch trên thị trường thế giới



(Nguồn: World Bank Commodity data price)

Giá DAP chạm mức 1.200USD/tấn vào tháng 4/2008.

chúng loại phân khác (SA, Kali...).

Sang năm 2009 diễn biến thị trường nhập khẩu phân bón khá suôn sẻ. Tính đến hết quý II-2009, Việt Nam đã nhập khẩu 2,1 triệu tấn phân bón, trị giá khoảng 665 triệu USD, giảm 6,6% về lượng và giảm gần 60% về giá do giá phân nhập khẩu ở mức thấp.

Bảng 3- Một số nhà nhập khẩu Urea lớn trong 6 tháng đầu năm 2009

Tên doanh nghiệp	Lượng (tấn)	Trị giá (USD)
Công ty Cổ phần XNK Hà Anh	22.840	6.852.000
Cty TNHH 1 TV TM DV Phân bón & Hoá chất Dầu khí	18.700	5.610.000
Cty TNHH Hoa Phong	18.592	5.494.553
Tcty Cổ phần ĐT và XNK FOODNINCO	10.000	2.910.000
Cty TNHH TM Dịch vụ Hoà Thành	3.641	1.199.779

(Nguồn: Bộ thương mại)

Dự báo thị trường phân bón thế giới trong tương lai

Tổ chức nông nghiệp và thực phẩm Liên Hợp Quốc, FAO, cho biết nguồn cung phân bón thế giới dự kiến vượt cầu vào năm 2011-2012 và sẽ hỗ trợ sản xuất thực phẩm và nhiên liệu sinh học.

Nguồn cung phân bón- bao gồm phân nitrogen, phosphát và cali trên thị trường thế giới sẽ dư thừa 241 triệu tấn vào năm 2011-2012 so với nhu cầu là 216 triệu tấn.

Giá hàng hóa tăng cao trong vài năm qua đã góp phần đẩy sản xuất tăng lên và tương ứng với việc sử dụng phân bón nhiều hơn, dẫn tới các thị trường khan hiếm và giá phân bón tăng cao hơn.

Trong khi dự kiến rằng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm ngũ cốc cơ bản, rau và quả, các sản phẩm được sử dụng làm thức ăn gia súc và sản phẩm làm nhiên liệu sinh học chắc chắn sẽ vẫn mạnh. Dự kiến nguồn cung phân bón tăng đủ để đáp ứng tiêu thụ cao hơn. Tổng sản lượng phân bón dự kiến tăng thêm 16,70% đạt 241 triệu tấn vào năm 2011-12 so với mức 206,5 triệu tấn vào năm 2007-2008. Trong cùng kỳ, nhu cầu tiêu thụ phân bón sẽ đạt 216 triệu tấn, so với 197 triệu tấn trong năm nay. Nguồn cung phân bón nitơ, photphát và kali dự kiến tăng thêm lần lượt 23,1 triệu tấn, 6,3 triệu tấn và 4,9 triệu tấn vào năm 2011-12. Châu Á dự kiến sẽ sản xuất dư thừa phân nitơ song sẽ tiếp tục phải nhập khẩu Photphát và Kali. Châu Phi sẽ vẫn là khu vực xuất khẩu lớn và cũng sẽ bán phân bón nitơ ra các thị trường bên ngoài trong khi nhập khẩu toàn bộ yêu cầu phân kali. Bắc Mỹ cũng sẽ tiếp tục nhập khẩu phân nitơ.

(Nguồn: Theo Vinanet)

Tổng công ty cổ phần phân bón và hóa chất dầu khí- DPM

Năng lực sản xuất

Sản phẩm và sản lượng phân bón sản xuất

Nhà máy đạm Phú Mỹ bao gồm 2 dây chuyền sản xuất. Dây chuyền sản xuất Amoniac lỏng có công suất 450 ngàn tấn/năm dùng để sản xuất Urea. Dây chuyền số 2 sản xuất Urea với công suất thiết kế 740 ngàn tấn/năm

Chỉ sau 2 năm đi vào hoạt động, nhà máy đạm đã vận hành và sản xuất ra sản phẩm đạt công suất thiết kế. Sản phẩm chính đưa ra thị trường là phân bón Urea, sản lượng sản xuất hàng năm đạt 750 ngàn urea. Ngoài ra, một lượng amoniac dư hàng năm được bán cho các công ty sản xuất phân bón hóa chất khác đạt khoảng 35-40 ngàn tấn, Nhà máy điện công suất 20 MW cung cấp đủ điện cho nhà máy và hàng năm phát lên lưới điện quốc gia mang về doanh thu một khoản nhỏ khoảng từ 5-10 tỷ đồng.

Trong kế hoạch phát triển, DPM đang thực hiện đầu tư dự án thu hồi CO₂ từ khí thải để nâng năng lực sản xuất Urea lên 800 ngàn tấn. Các dự án trong chiến lược phát triển sẽ đa dạng các sản phẩm hóa chất khác như SA, NPK và dự án sản xuất DAP tại Maroc hợp tác với PVN. Năm 2008 sản lượng Urea sản xuất đạt 750 ngàn tấn, giảm nhẹ so với năm 2007 ở mức 760 ngàn tấn.

Sản lượng phân bón nhập khẩu.

Chỉ sau 1 năm khi chuyển sang công ty cổ phần, Công ty đã đẩy mạnh phát triển mảng kinh doanh phân bón nhập khẩu. Với sản lượng nhập khẩu năm 2008 là 268 ngàn tấn phân bón các loại, DPM đã nhảy lên TOP 5 trong các nhà kinh doanh phân bón nhập khẩu của Việt Nam.

Chất lượng sản phẩm

Sản phẩm của nhà máy được sản xuất trên dây chuyền khép kín, công nghệ hiện đại của các hãng nổi tiếng trên thế giới. Sản xuất NH₃ sử dụng công nghệ của hãng Topsoe - Đan Mạch, sản xuất Urea sử dụng công nghệ của Snamprogetti – Italia.

Sản phẩm Urea có các thông số kỹ thuật đạt tiêu chuẩn:

- Hàm lượng nitro: tối thiểu đạt 46,3%
- Biuriet tối đa: 1%
- Độ ẩm: Tối đa 1%
- Kích cỡ hạt: 90% hạt đạt mức 1,4mm-2,8mm. Hạt nhỏ hơn 1mm chiếm tối đa 2%.
- Sản phẩm được phun bọc chất chống kết khối nên không bị đóng bánh, vón cục.

Sản phẩm Amoniac lỏng đạt chất lượng cao với hàm lượng NH₃ tối thiểu 99,8%.

Doanh thu

Sản lượng tiêu thụ

Trong điều kiện nguồn cung chưa đáp ứng đủ nhu cầu thị trường thì việc sản phẩm tiêu thụ của DPM không thành vấn đề lớn, sản phẩm khi sản xuất ra đạt tiêu chuẩn chất lượng và được tiêu thụ hết.

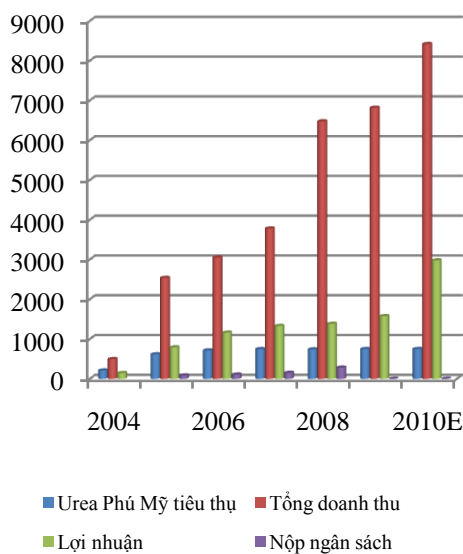
Mặc dù vậy không phủ nhận những nỗ lực của DPM trong việc mở rộng thị trường, kênh phân phối để đưa sản phẩm đến các vùng xa xôi, góp phần bình ổn thị trường phân bón trong nước.

Nỗ lực của DPM trong việc phát triển mở rộng và chiếm lĩnh thị trường còn ở việc công ty phát triển sang hoạt động xuất nhập khẩu phân bón, phân phối tại thị trường nội địa. Sản lượng phân bón nhập khẩu và phân phối đang tăng lên qua các năm.

Ngay trong năm 2008, sau khi chuyển sang cổ phần, lượng phân bón nhập khẩu đạt 250 ngàn tấn, tiêu thụ được trên 198 ngàn tấn. Trước đó, năm 2007 lượng phân bón nhập khẩu và phân phối đạt 52,5 ngàn tấn.

Năm 2009 công ty đặt ra kế hoạch sẽ nhập khẩu và tiêu thụ 250 ngàn tấn các loại, 6 tháng đầu năm, công ty nhập được 150 ngàn tấn, trong khi lượng hàng tồn kho năm 2008 đã được phân phối hết.

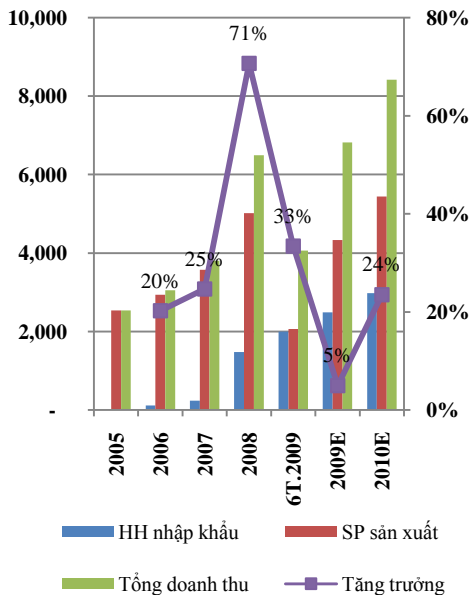
Đồ thị 4- Các chỉ tiêu chủ yếu.



(Nguồn: Báo cáo thường niên DPM và dự báo của TSC)

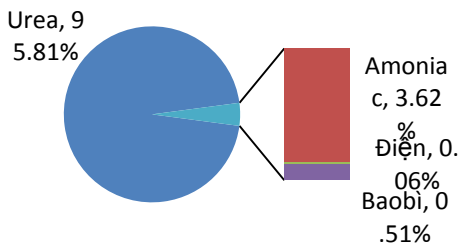
Hiện tại hoạt động nhập khẩu phân bón đã đưa Công ty trở thành một trong những nhà nhập khẩu phân bón lớn nhất tại Việt Nam.

Đồ thị 5 – Doanh thu, tăng trưởng doanh thu

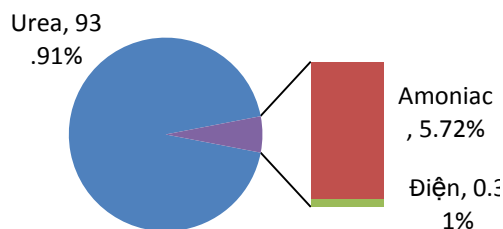


(Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán DPM)

Đồ thị 6- Cơ cấu doanh thu sản phẩm sản xuất năm 2008



Đồ thị 7 - Cơ cấu doanh thu sản phẩm sản xuất năm 2007



(Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán DPM)

Bảng 4 – Sản lượng tiêu thụ hàng năm

Sản lượng (ngàn tấn)	2006	2007	2008	2009E	2010E
SP sản xuất	716	747	741	750	750
Hàng nhập khẩu	28	53	198	350	500

(Nguồn: báo cáo thường niên DPM và dự báo của TSC)

Doanh thu và Cơ cấu doanh thu

Tổng doanh thu hàng năm tăng mạnh nhờ vào giá bán điều chỉnh tăng hàng năm và đặc biệt là hoạt động kinh doanh phân bón nhập khẩu trong 2 năm qua. Tổng doanh thu năm 2008 đạt 6.475 tỷ đồng, tăng 71% so với năm 2007. 6 tháng đầu năm 2009, Tổng doanh thu đạt 4.060 tỷ đồng, tăng 33% so với cùng kỳ năm 2008.

Chúng tôi dự báo tổng doanh thu năm 2009 sẽ đạt mức 6.815 tỷ đồng, vượt kế hoạch đặt ra là 1.000 tỷ đồng.

Bảng 5 – Doanh thu quá khứ và dự báo tương lai

(Đơn vị: tỷ đồng)

Doanh thu qua	2006	2007	2008	6T.2009	2009E	2010E
HH nhập khẩu	114	234	1,479	2,000	2,484	2,981
SP sản xuất	2,937	3,570	5,015	2,060	4,331	5,438
Tổng doanh thu	3,051	3,804	6,493	4,060	6,816	8,419
Tăng trưởng	20.23%	24.68%	70.71%	33%	5%	24%

(Nguồn: báo cáo thường niên DPM và dự báo của TSC)

Doanh thu hàng sản xuất:

Sản phẩm Urea sản xuất mang thương hiệu Đạm Phú Mỹ đạt chất lượng ổn định và ngày càng chiếm được lòng tin của người tiêu dùng, do vậy sản phẩm tiêu thụ tốt, chênh lệch giữa sản xuất và tiêu thụ ở mức thấp đồng nghĩa với tồn kho sản phẩm không nhiều.

Doanh thu hàng sản xuất tăng hàng năm phần lớn do giá bán sản phẩm được điều chỉnh tăng. Năm 2006 giá bán trung bình là 3.858 đồng/kg, đã tăng lên mức 6.482 đồng/kg năm 2008, năm 2007 ở mức 4.489 đồng/kg.

Sản phẩm NH₃ dư hàng năm khoảng 30 ngàn tấn, công ty bán lại cho các đơn vị sản xuất phân bón trong khu vực, doanh thu từ sản phẩm này chiếm tỷ trọng nhỏ khoảng 2-3% tổng doanh thu. Theo Chúng tôi, khoản doanh thu này sẽ không còn do từ sau 2011 sẽ được sử dụng để sản xuất Urea.

Ngoài ra, phần điện dư từ nhà máy phát điện của công ty cũng mang lại khoản doanh thu nhỏ hàng năm. Chúng tôi cũng cho rằng sau năm 2009 khoản điện dư sẽ không còn khi công ty mở rộng các dự án sản xuất khác, nhu cầu về điện sẽ tăng lên.

Chúng tôi cho rằng doanh thu hàng sản xuất sẽ tăng không nhiều và chủ yếu phụ thuộc vào giá bán sản phẩm trong 2 năm tới do hiện nay nhà máy đã chạy hết 100% công suất. Sau năm 2011, dự án mở rộng đi vào hoạt động, sản lượng tăng khoảng 10% và sẽ góp phần đưa doanh thu công ty tăng nhanh hơn.

Doanh thu hàng nhập khẩu:

Năm 2007, DPM nhập khẩu và phân phối 52,5 ngàn tấn phân bón các loại. Hoạt động kinh doanh nhập khẩu được đẩy mạnh sau khi chuyển sang cổ phần. Với chiến lược phát triển trở thành một trong 5 công ty sản xuất và cung cấp phân bón hàng đầu cho thị trường trong nước, hoạt động nhập khẩu tiếp tục được hoàn thiện nhằm nâng cao hiệu quả.

Sản lượng urea nhập khẩu năm 2008 đạt 268 ngàn tấn, tiêu thụ trong năm đạt 198 ngàn tấn, tồn kho còn lại là 70 ngàn tấn. Chúng tôi xác định được giá bán bình quân hàng nhập khẩu năm 2008 ở mức 7,469 đồng/kg, trong khi giá vốn hàng đã bán ở mức 9.363 đồng/kg.

Năm 2008, hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu phân bón đã không đạt kết quả như mong muốn. Tổng doanh thu hàng nhập đạt 1.478 tỷ đồng, chiếm 23% trong tổng doanh thu và tăng trưởng 533% so với 2007.

Tuy nhiên giá vốn hàng nhập khẩu đạt cao kỷ lục với 2.487 tỷ đồng, trong đó bao gồm cả dự phòng giảm giá hàng nhập tồn kho chưa bán được, nếu tính riêng hàng đã bán, giá vốn hàng nhập đã bán là 1.853 tỷ đồng.

Rõ ràng, biến động giá phân bón trên thị trường làm cho DPM với kinh nghiệm ít ỏi đã phải trả giá khá đắt, kinh doanh xuất nhập khẩu phân bón đã làm mất đi 1.008 tỷ đồng. Trong đó lỗ hàng nhập khẩu đã bán là 375 tỷ đồng, lỗ khoản dự phòng hàng nhập tồn kho là 634 tỷ đồng.

Tại thời điểm cuối năm, giá trị hàng hóa nhập khẩu tồn kho theo giá gốc là 1.286 tỷ đồng, nếu điều này là đúng với lượng nhập khẩu tồn kho, mức giá nhập lên đến 18.386 đồng/kg, tương đương với 1.088 USD/tấn, đây có lẽ là lượng hàng công ty đã nhập khẩu tại thời điểm ứng với giá dầu mỏ ở mức 130-147 USD/thùng và giá Natural Gas là 14-16 USD/MMBTU.

Nếu cho rằng đây là kết quả của việc biến động khó lường trên thị trường phân bón (vốn đã rất gần gũi với thị trường dầu mỏ và khí thiên nhiên gas) và rất nhiều nhà kinh doanh nhập khẩu phân bón khác có kinh nghiệm lâu năm trên thị trường Việt Nam cũng bị ảnh hưởng, Chúng tôi vẫn cho rằng DPM cần phải hết sức thận trọng và xây dựng cho được đội ngũ nhân viên có kiến thức chuyên môn và cơ chế linh hoạt trong hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu để có thể dự báo biến động trên thị trường quốc tế nhằm tránh được những tổn thất.

Hiện tại, tình hình có lẽ đã dễ chịu hơn so với cuối 2008. Trong 6 tháng đầu năm, kinh doanh xuất nhập khẩu đã gặp những thuận lợi nhất định do thị trường phân bón quý II rơi vào mức thấp trong hơn một năm qua. Hàng nhập khẩu tồn kho do được trích lập dự phòng từ cuối năm 2008 nên đã mang lại lợi nhuận, DPM cũng nhập thêm hơn 150 ngàn tấn phân bón các loại, giá Urea trên thị trường thế giới đang ở mức 238-262 USD/tấn, trong khi giá bán Urea Phú Mỹ là 6.500 đồng/kg, trước đó có lẽ giá đã ở mức thấp hơn.

Tổng doanh thu hàng hóa nhập khẩu trong 6 tháng đầu năm đạt xấp xỉ 2.000 tỷ đồng, mức lớn nhất từ trước đến nay. So với cùng kỳ 2008 tăng trưởng ở mức 274%. Đây là thời gian DPM chủ động đẩy mạnh bán hàng nhập khẩu để thu hồi vốn.

Hệ thống phân phối

Hệ thống bán hàng được xây dựng và phát triển trên toàn quốc. Năm 2008, DPM đã thành lập 5 công ty con tại các vùng miền trọng điểm trên toàn quốc. Các công ty này đảm nhiệm việc quản lý, phát triển mạng lưới đại lý và các cửa hàng bán lẻ, phân phối sản phẩm đến người sử dụng cuối cùng.

Thông qua 5 công ty con, DPM đã ký kết hợp đồng tiêu thụ với 74 đại lý, 9 cửa hàng, thông qua các đại lý này, đã phát triển mạng lưới với trên 2.115 cửa hàng bán lẻ.

Chính sách bán hàng

Chiết khấu tỷ lệ hoa hồng cho các đại lý phân phối, thực hiện chính sách bán hàng một giá thống nhất do DPM ấn định trên toàn quốc đối với sản phẩm sản xuất.

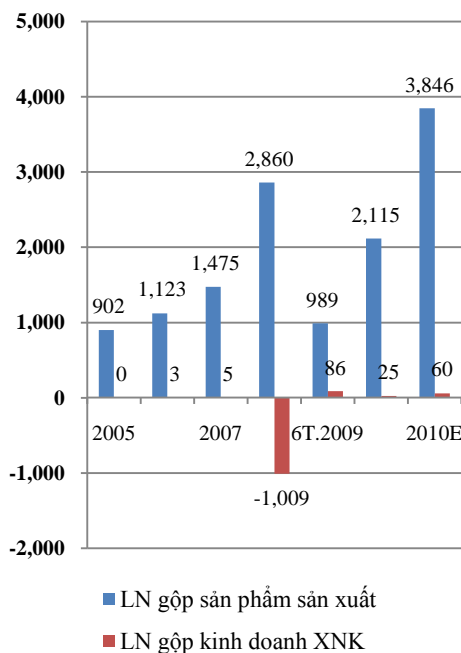
Hoa hồng các đại lý được hưởng dựa trên sản lượng sản phẩm bán được. Các công ty TNHH có vai trò quản lý và kiểm soát hoạt động của các đại lý về việc thực hiện chính sách bán hàng một giá, bất kỳ những phản hồi về việc các đại lý bán hàng không đúng giá đều được ghi nhận và xử lý.

Để phát triển thị trường, DPM có chính sách hoa hồng thay đổi theo từng thời điểm và từng khu vực, các địa phương mới phát triển sẽ nhận được sự hỗ trợ lớn.

Chính sách bán hàng một giá đang tạo điều kiện để DPM thực hiện vai trò hỗ trợ và bình ổn thị trường phân bón urea trong nước, trong điều kiện đó chi phí bán hàng tăng mạnh do hàng hóa phải vận chuyển miễn phí đến từng đại lý.

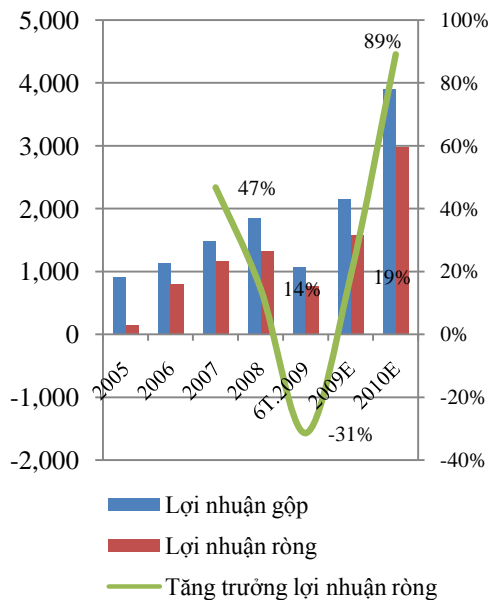
Một lưu ý nhỏ, Chúng tôi nghi ngờ về vai trò bình ổn giá phân bón khi DPM không còn được ưu đãi về giá khí trong những năm tới.

Đồ thị 8 - Lợi nhuận gộp hàng sản xuất và hàng NK



(Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán DPM)

Đồ thị 9 - Lợi nhuận, tăng trưởng lợi nhuận



(Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán DPM)

Bức tranh lợi nhuận

Bức tranh lợi nhuận thật sáng sủa khi một công ty mới đi vào hoạt động đã mang lại lợi nhuận ngay trong năm đầu tiên. Điều này có được do công ty được hưởng lợi từ chính sách giá nguyên liệu giai đoạn ban đầu ở mức thấp. Cơ cấu chi phí, giá vốn hàng bán và giá bán sản phẩm cho thấy xuất hiện lợi ích “siêu ngạch” mà không phải công ty nào cũng có.

Bảng 6 – Lợi nhuận quá khứ và dự báo tương lai

(Đơn vị: tỷ đồng)

Khoản mục	2006	2007	2008	6T.2009	2009E	2010E
Lợi nhuận gộp	1,126	1,481	1,851	1,075	2,140	3,906
Lợi nhuận ròng	792	1,161	1,329	756	1,576	2,979
Tăng trưởng		47%	14%	-31%	19%	89%

(Nguồn: BCTC của DPM và dự báo của TSC)

Lợi nhuận ròng tuyệt đối tăng đều các năm, tuy vậy Chúng tôi nhận thấy tốc độ tăng trưởng lợi nhuận không đồng nhất với tăng trưởng doanh thu, và bản thân chúng đang giảm dần.

Không khó khăn cho việc lý giải điều này, Chúng ta vẫn thấy tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ở quy mô nhỏ dễ dàng hơn khi quy mô càng ngày càng lớn. Mặt khác năm 2008 hoạt động kinh doanh hàng nhập khẩu cũng chịu tổn thất nặng nề.

Năm 2008 lợi nhuận thuần đạt mức cao nhất với 1.383 tỷ đồng và toàn bộ lợi nhuận đều do kinh doanh bán sản phẩm nhà máy sản xuất, lợi nhuận từ bán hàng nhập khẩu đã không đảm bảo đủ chi phí giá vốn.

Trong những năm tới, Chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ sản phẩm sản xuất vẫn chiếm ưu thế, trong khi hoạt động bán hàng nhập khẩu với vai trò ban đầu là mở rộng và chiếm lĩnh thị trường cũng dần mang lại phần lợi nhuận biên ở mức 2%-3%.

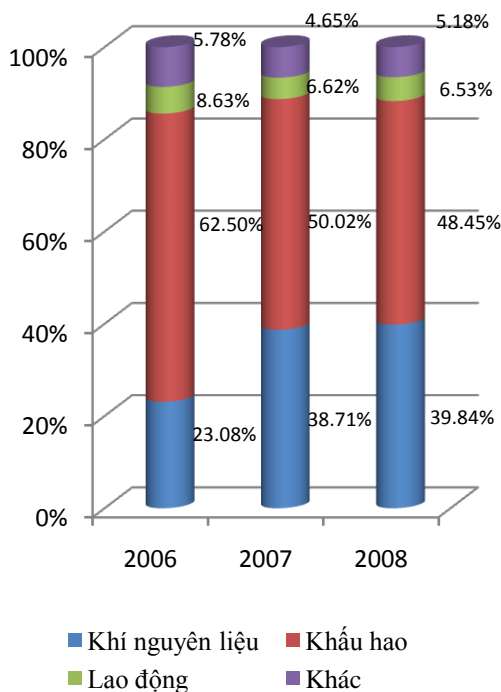
Lợi nhuận các năm tới có thể sẽ gia tăng mạnh, mức cao nhất có thể đạt 100% trong năm 2010. Trong phần định giá, Chúng tôi cũng đưa ra 3 kịch bản về lợi nhuận liên quan đến các vấn đề về giá nguyên liệu đầu vào của Công ty.

Chính sách thuế và lợi nhuận doanh nghiệp

Nhà máy sản xuất phân đạm của DPM nằm trong những dự án được ưu tiên về thuế thu nhập doanh nghiệp. Mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp đối với hoạt động kinh doanh phân đạm sản xuất tại nhà máy là 15%.

Theo các quy định về thuế áp dụng hiện nay, DPM đang được hưởng ưu đãi giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp của mức thuế suất 15%/năm đối với lợi nhuận từ sản phẩm phân bón sản xuất, mức thuế suất này sẽ áp dụng đến hết năm 2014 (năm năm nữa). Đây cũng là một yếu tố đáng để nhà đầu tư quan tâm.

Đồ thị 10- Cơ cấu chi phí sản xuất



(Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán DPM)

Các yếu tố chi phí

Chi phí sản xuất

Chúng tôi nhận thấy chi phí sản xuất đang có xu hướng giảm, đặc biệt sau khi chuyển sang công ty cổ phần. Chi phí giá vốn hàng sản xuất năm 2008 giảm còn 42,76% so với doanh thu, trong khi năm 2006 là 61,75%. Trong 8 tháng đầu năm 2007 trước khi chuyển sang cổ phần, chi phí giá vốn chiếm khoảng 60,27%, 4 tháng cuối năm 2007, chi phí giá vốn là 55,56%.

Chúng tôi cho rằng, chi phí sản xuất tiếp tục được kiểm soát tốt nhờ vào những dự án nâng cao hiệu suất hoạt động như dự án thu hồi khí thải CO₂ từ khí thải. Tuy nhiên yếu tố giá nguyên liệu khí thực sự là quan trọng trong việc tăng hoặc giảm chi phí sản xuất các năm tới.

Nguyên liệu

Nguyên liệu sản xuất sản phẩm chủ yếu đến từ khí thiên nhiên, với dây chuyền sản xuất khép kín, nguyên liệu đầu vào là khí gas thiên nhiên, qua tách lọc, sản phẩm đầu ra là amoniac lỏng và Urea. Chúng ta có thể hoàn toàn yên tâm về hiệu suất xử dụng nguyên liệu.

Nguồn nguyên liệu phục vụ sản xuất cho nhà máy được PVN cam kết cung cấp đủ hàng năm, DPM sử dụng 2 nguồn khí nguyên liệu từ bể khí Cửu Long và bể Nam Côn Sơn.

Chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng cao trong sản xuất mặc dù với giá khí nguyên liệu được cho là ưu đãi ở giai đoạn đầu là 2.2USD/MMBtu. Tỷ trọng chi phí nguyên liệu đang gia tăng trong cơ cấu giá thành sản xuất, năm 2006 chi phí nguyên liệu chiếm 23,08% thì đã tăng lên mức 39,84% trong năm 2008, nguyên nhân là do các yếu tố chi phí khác đang giảm dần tỷ trọng. Chúng tôi tiếp tục dự báo tỷ trọng chi phí nguyên liệu sẽ tăng lên và có thể đạt mức 65%-70% trong tổng chi phí sản xuất.

Chi phí nhân công

Chi phí lao động trực tiếp đang chiếm khoảng từ 5%-6%, chi phí này đang tăng dần lên sau thời gian cổ phần. Chúng tôi cho rằng sự tăng lương là hợp lý trong điều kiện trình độ của lao động ngày càng trở nên tốt hơn. Điều này được khẳng định qua việc vận hành nhà máy trong thời gian qua cũng như việc PVN tin nhiệm đội ngũ Lao động của DPM trong việc vận hành nhà máy Đạm Cà Mau.

Trong những năm tới, chúng tôi dự báo chi phí lao động sẽ chiếm khoảng 10% trong cơ cấu giá thành sản phẩm Urea.

Chi phí khấu hao

Ngay từ ban đầu, công ty đã áp dụng chế độ khấu hao đều với tỷ trọng cao, và vì vậy, không ngạc nhiên khi nhà máy với chi phí tài sản cố định trên 5 ngàn tỷ đồng, chỉ sau 5 năm đi vào hoạt động đã được khấu hao gần hết. Chúng tôi thấy rằng, chi phí khấu hao sau năm 2009 chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu chi phí sản xuất. Đây có thể là một trong những lợi thế lớn mà DPM có được. Chúng tôi thực sự đánh giá cao và lưu ý các nhà đầu tư dài hạn quan tâm vấn đề này.

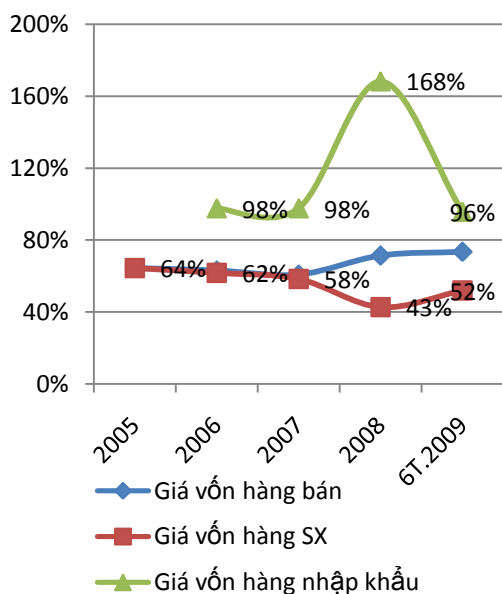
Khấu hao lớn đã tạo điều kiện cho DPM có nguồn vốn dồi dào để tái đầu tư, trả nợ vay dài hạn, gia tăng hiệu quả hoạt động.

Tỷ trọng chi phí khấu hao trong tổng chi phí sản xuất là 48,45%, năm 2007 là 50% trong khi năm 2006 là 62,5%. Chúng tôi cũng dự tính năm 2009 chi phí khấu hao sẽ vẫn ở mức khoảng 48%, nhưng sau năm 2009, tỷ trọng này chỉ còn chiếm khoản 20-25%.

Giá vốn hàng bán

Giá vốn hàng bán có sự gia tăng đột biến từ 60,81% lên 71,41% trong năm 2008, các năm trước đó, xu hướng giá vốn hàng bán giảm là khá rõ rệt. Chúng ta sẽ tìm hiểu kỹ vấn đề này.

Đồ thị 11- Giá vốn hàng bán..



(Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán DPM)

Bảng 7 – tỷ trọng giá vốn hàng bán các năm qua

Khoản mục	2006	2007	2008	6T.2009
Doanh thu thuần	100%	100%	100%	100%
Giá vốn hàng bán	63%	61%	71%	74%
Giá vốn hàng SX	62%	58%	43%	52%
Giá vốn hàng nhập khẩu	98%	98%	168%	96%

(Nguồn: BCTC kiểm toán DPM)

Như đã đề cập bên trên, tổng doanh thu bán hàng đến từ hai nguồn khác nhau đó là hàng sản xuất và hàng nhập khẩu. Để tìm hiểu nguyên nhân giá vốn năm 2008 tăng mạnh, Chúng tôi tách riêng hai mảng này ra.

Chúng tôi nhận thấy giá vốn hàng sản xuất vẫn tiếp tục xu hướng giảm, năm 2008 đạt mức thấp nhất, điều này chỉ có thể lý giải rằng tốc độ tăng trưởng giá bán tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng chi phí sản xuất. Trong 6 tháng năm 2009, ảnh hưởng bởi sự sụt giảm giá phân bón trên thị trường quốc tế, giá bán sản phẩm giảm và giá vốn hàng bán lại tiếp tục tăng lên.

Và nguyên nhân chính làm giá vốn hàng bán tổng thể tăng là do giá vốn hàng nhập khẩu trong năm 2008 tăng mạnh. Giá vốn hàng nhập khẩu đã tăng và lớn hơn đến 68,22% so với doanh thu hàng nhập khẩu.

Chúng tôi nhận thấy rằng năm 2008 Công ty đã hạch toán khoản dự phòng giảm giá hàng hóa nhập khẩu, ghi tăng giá vốn hàng nhập khẩu lên 633 tỷ đồng.

Tình hình đã có tiến triển tốt hơn, 6 tháng đầu năm 2009, giá vốn hàng nhập khẩu đã giảm xuống mức 96% so với doanh thu. Chúng tôi cho rằng tại thời điểm cuối tháng 3 nếu công ty nhập khẩu lượng phân bón đủ lớn, tỷ trọng giá vốn hàng nhập khẩu có khả năng tiếp tục giảm xuống trong quý III.

Chi phí tài chính

Chúng tôi thấy chi phí tài chính giảm mạnh trong 2 năm trở lại đây và hiện vẫn đang được kiểm soát tốt. Chi phí tài chính của DPM bao gồm chi phí trả lãi vay và chi phí khác, có lẽ là chi phí chênh lệch tỷ giá.

Chúng tôi đã thực hiện so sánh chi phí lãi vay với tổng nợ vay ngắn và dài hạn phải chịu lãi suất và đã tìm được lời giải đáp cho việc kiểm soát tốt chi phí lãi vay và chi phí tài chính thời gian qua.

Chúng tôi và các bạn đã thấy nhiều công ty lớn phải trả giá bằng việc trích lập dự phòng tài chính rất lớn cho các khoản đầu tư tài chính ngắn và dài hạn các loại năm 2008, nhưng ở DPM chúng tôi không thấy sự đầu tư tài chính mà cụ thể là cổ phiếu và vì vậy chúng ta có thể yên tâm về vấn đề này.

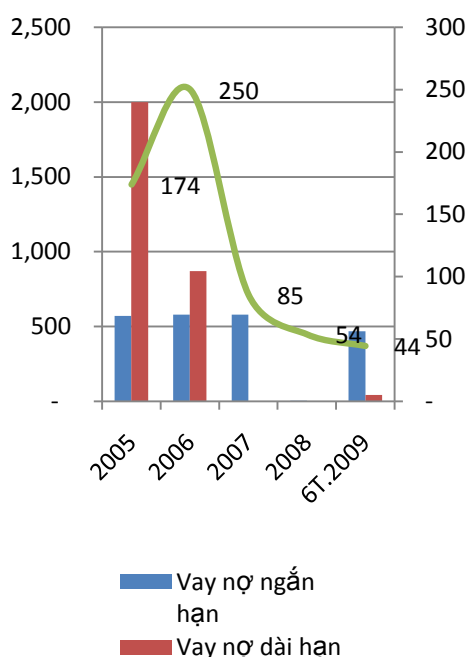
Năm 2006 chi phí tài chính của DPM đạt mức cao nhất với 250 tỷ, trong đó chi phí lãi vay là 146 tỷ, không tăng nhiều so với 144,8 tỷ năm 2005. Tuy vậy chúng tôi thấy một khoản chi phí tài chính khác lên đến 104 tỷ.

Năm 2007 chi phí tài chính giảm xuống còn 85 tỷ trong đó chi phí lãi vay là 81 tỷ. Điều này có được là nhờ DPM đã thực hiện trả nợ vay dài hạn sớm trước hạn.

Năm 2008 chi phí tài chính giảm tiếp xuống còn 54 tỷ trong đó chi phí lãi vay ở mức thấp chỉ là 30.9 tỷ. Chúng tôi, thông qua bảng lưu chuyển tiền tệ, đã nhận thấy, năm 2008 công ty chỉ vay nợ thêm 17 tỷ, trong khi đã thực hiện chi trả nợ vay là 590 tỷ.

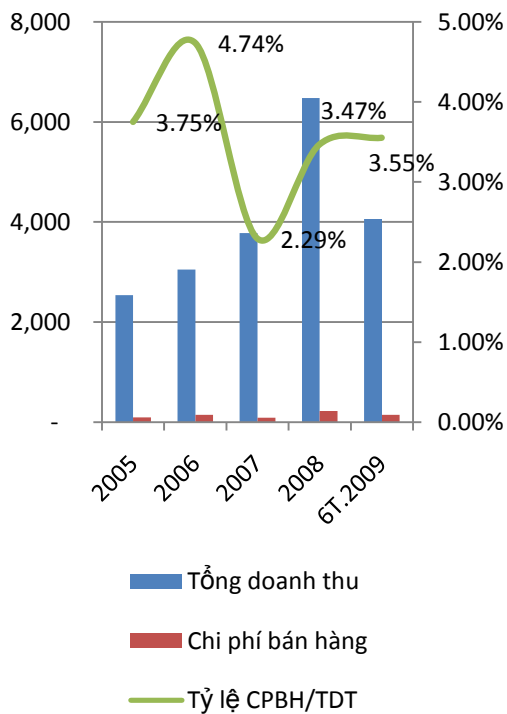
Chi phí tài chính đã tăng lên trong 6 tháng đầu năm 2009. Mặc dù vậy chúng tôi nhận thấy chi phí tài chính tăng chủ yếu do chi phí tài chính khác tăng?!. Chi phí vay nợ chỉ ở mức 8,3 tỷ. Chúng tôi nhận thấy vay nợ có chiều hướng tăng trở lại, có lẽ công ty đã tranh thủ nguồn vốn vay hỗ trợ lãi suất để tăng nguồn vốn kinh doanh.

Đồ thị 12- Vay nợ và chi phí tài chính



(Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán DPM)

Đồ thị 13 - Chi phí bán hàng và doanh thu



(Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán DPM)

Chúng tôi cho rằng DPM hoàn toàn khôn ngoan khi sử dụng đòn cân nợ thấp. Trong một vài năm tới, Chúng tôi cho rằng công ty sử dụng nguồn vốn vay nợ ở mức cao hợp lý hơn.

Bảng 8 – Vay nợ và chi phí lãi vay

(Đơn vị: tỷ đồng)

Khoản mục	2005	2006	2007	2008	6T.2009
Vay nợ phải trả lãi	2,571	1,449	580	7	511
Chi phí tài chính	174	250	85	54	44
Chi phí lãi vay	144.8	146	81	30.9	8.3
Chi phí tài chính khác	28.8	104	4	22.6	35.9

(Nguồn: BCTK kiểm toán DPM)

Chi phí bán hàng

Chi phí bán hàng chiếm khoảng từ 2,3% đến 4,74% doanh thu hàng năm. Mức cao nhất đạt được vào năm 2006, trong khi mức thấp nhất đạt được vào năm 2007.

Chi phí bán hàng đã có xu hướng tăng từ sau năm 2007, năm 2008 đạt mức 3,47% và 6 tháng đầu năm 2009 tiếp tục tăng lên mức 3,55% so với tổng doanh thu.

Về mặt tương đối chi phí bán hàng tăng không nhiều, tuy nhiên về giá trị tuyệt đối, chi phí bán hàng đã tăng mạnh từ 87 tỷ năm 2007 lên 224 tỷ năm 2008. Xem kỹ vấn đề này Chúng tôi thấy có hai nguyên nhân chính, đó là: 1) trong tháng 8 năm 2008 Công ty đã thực hiện thành lập 5 công ty con tại các vùng trên cả nước để thực hiện phát triển và quản lý hệ thống đại lý bán hàng; 2) Trong bối cảnh giá phân bón biến động và tăng cao, thực hiện chỉ đạo của Chính phủ và trực tiếp và PVN, Công ty thực hiện chính sách bán hàng một giá trên toàn hệ thống đại lý, việc này thực hiện được công ty phải hỗ trợ các đại lý về chi phí vận chuyển.

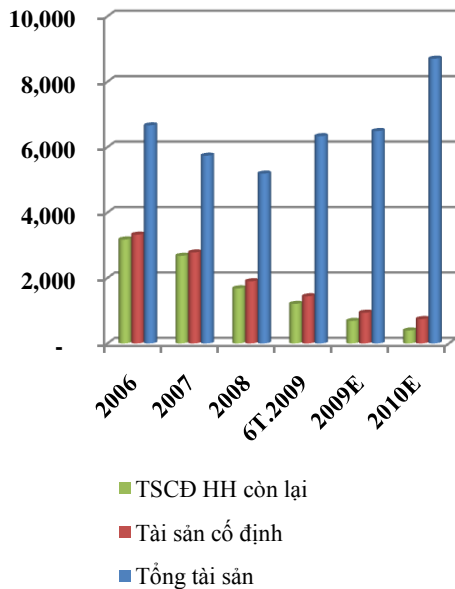
Chúng tôi dự báo rằng chi phí bán hàng vẫn sẽ tiếp tục chiếm khoảng từ 3,5-4% so với doanh thu trong các năm tới.

Chi phí quản lý doanh nghiệp

Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng đều từ năm 2005 đến 2008, 6 tháng đầu năm 2009 chi phí quản lý doanh nghiệp đang có dấu hiệu chững lại, điều này làm chúng ta liên tưởng tới khi doanh nghiệp đã phát triển bộ máy ở mức ổn định các chi phí quản trị sẽ đi vào ổn định và phát huy hiệu quả.

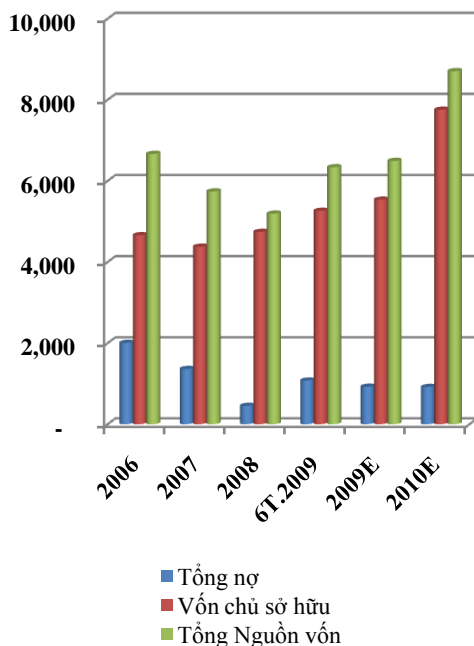
Chúng tôi nhận thấy có sự tăng trưởng mạnh mẽ về giá trị tuyệt đối năm 2008, không có lý do nào khác để lý giải cho điều này ngoài nguyên nhân như đã đề cập ở phần trên, Chúng tôi cho rằng đây là kết quả của việc DPM hình thành nên những đơn vị mới ở các khu vực. Điều này càng hợp lý hơn khi Chúng tôi xét thấy 6 tháng đầu năm 2008 chi phí quản lý vẫn ở mức thấp, nhưng 6 tháng cuối năm chi phí quản lý đã tăng lên gấp 2,88 lần.

Đồ thị 14 - Cơ cấu tài sản



(Nguồn: BCTC của DPM và dự báo của TSC)

Đồ thị 15- Cơ cấu nguồn vốn



(Nguồn: BCTC của DPM và dự báo của TSC)

Quy mô tài sản và Sức khỏe doanh nghiệp

Quy mô tài sản

Quy mô Tổng tài sản chưa tăng và đang giảm nhẹ cho đến hết năm 2008. Điều này có vẻ thể hiện sự phát triển thụt lùi của công ty? Đáng mừng là bản chất của vấn đề không phải vậy, mà là một quá trình tái cơ cấu cho một cơ thể khỏe mạnh hơn. Chúng ta hãy cùng xem xét.

Bảng 9 – Chỉ tiêu tài sản, nguồn vốn cơ bản

(Đơn vị: tỷ đồng)

Khoản mục	2006	2007	2008	6T.2009	2009E	2010E
Tổng tài sản	6,666	5,739	5,192	6,336	6,492	8,705
Tài sản cố định	3,323	2,781	1,899	1,441	938	744
TSCĐ hữu hình còn lại	3,176	2,677	1,683	1,208	687.61	393.80
Tổng nợ	2,006	1,361	451	1,075	922	917
Vốn chủ sở hữu	4,660	4,377	4,741	5,261	5,535	7,754

(Nguồn: BCTC kiểm toán của DPM và dự báo của TSC)

Khoản phải thu

Doanh thu đã tăng mạnh, lợi nhuận mang lại lớn và điều cuối cùng để thực hiện hóa lợi nhuận đó, công ty cần phải đẩy mạnh công tác thu tiền, điều này có ý nghĩa quan trọng và khẳng định lợi nhuận “đã nằm trong tay”. Bất kỳ một sự chậm trễ trong việc thu tiền đều làm cho hiệu quả hoạt động sụt giảm và mọi nỗ lực bán hàng trở nên vô nghĩa.

Theo dõi trong 3 năm gần đây, Chúng tôi thấy năm 2007 thật tuyệt vời khi khoản phải thu chỉ ở mức 60 tỷ đồng, trong khi doanh thu đạt tới 3.779 tỷ đồng, cũng cần phải nhớ lại đây là thời kỳ mới chuyển sang công ty cổ phần, và vì vậy các vấn đề về tài chính được xử lý “gọn gàng”, đây có lẽ là lý do thuyết phục nhất.

Năm 2006 có khoản phải thu nội bộ lên đến 364 tỷ đồng, đây là khoản phải thu từ PVN, không có nhiều khó khăn về khoản phải thu này.

Chúng tôi nhận thấy, khoản phải thu khách hàng cuối năm 2008 đã tăng lên mức 510 tỷ đồng, mức cao nhất chưa từng có của DPM. Quay ngược lại thời điểm quý II và quý III, Chúng tôi nhận thấy tài khoản này vẫn ở mức rất thấp. Điều này cho thấy, khoản phải thu khách hàng đã lớn lên rất nhanh ngay trong quý IV. Lợi nhuận 2008 chưa thật sự chắc chắn.

Bảng 10 – Khoản phải thu các năm qua

(Đơn vị: tỷ đồng)

Khoản mục	2006	2007	6.2008	9.2008	2008	3.2009	6.2009
Phải thu ngắn hạn	432	60	96	109	573	450	380
Phải thu khách hàng	7	32	3	13	510	184	229
Trả trước người bán	14	12	75	77		256	113
Phải thu nội bộ	364	-			-	-	-
Phải thu khác	46	16	18	20	18	10	38

(Nguồn: BCTC DPM)

Chúng tôi tiếp tục theo dõi các thời điểm tiếp theo trong năm 2009 và nhận thấy rằng, khoản phải thu đang có xu hướng giảm dần, và đặc biệt là có sự dịch chuyển trong các

tiểu mục nhỏ.

Đến 30/6/2009, khoản phải thu là 380 tỷ, giảm từ 573 tỷ hồi đầu năm, cuối tháng 3, khoản phải thu là 450 tỷ đồng.

Phải thu khách hàng đã giảm xuống mức 184 tỷ vào cuối tháng 3 và tăng lại 229 tỷ vào cuối tháng 6.

Khoản trả trước người bán tăng lên 256 tỷ đồng trong quý I, đến cuối quý II giảm xuống còn 113 tỷ. Đây là khoản trả trước mua hàng hóa và điều này là phù hợp với quy luật của thị trường phân bón, tiêu thụ mạnh vào các tháng 4, 5, 6 và 11, 12, 1 trong năm.

Chúng tôi thấy rằng khoản phải thu đã tăng lên từ cuối 2008 và điều này có lẽ thể hiện chính sách bán hàng, linh hoạt hơn của công ty. Chúng tôi cho rằng vòng quay khoản phải thu ở mức 11,3 vòng ở thời điểm cuối năm là mức phù hợp, cần phải nhớ là khoản phải thu chỉ tăng lên ở thời điểm quý VI. Đúng vậy vòng quay khoản phải thu 6 tháng đã tăng lên xấp xỉ 10 vòng.

Bảng 11 - Vòng quay khoản phải thu so sánh một số công ty trong ngành (Đơn vị: lần)

Công ty	2006	2007	2008	6T.2009
DPM	7.07	63.51	11.30	9.89
TSC	8.42	8	18	9
HSI	1.91	2.05	2.18	1.44

(Nguồn: BCTC của DPM, HSI, TSC)

Chúng tôi cũng thực hiện quan sát và so sánh chỉ số này của DPM, TSC và HSI, duy có thời điểm cuối 2008 còn lại các thời điểm khác DPM đều cho thấy kết quả tốt hơn hẳn. HSI tỏ ra là công ty có kỹ năng thu tiền bán hàng thấp hơn nhiều.

Hàng tồn kho

Đặc điểm của thị trường phân bón là phụ thuộc vào 2 vụ mùa chính trong năm. Thị trường phân bón cho vụ Đông- Xuân tập nập vào tháng 11-12-1, trong khi vụ Hè – Thu rơi vào tháng 4-5-6.

Chính vì vậy lượng hàng hóa của các đơn vị sản xuất và kinh doanh phân bón cũng sẽ phụ thuộc vào đặc điểm tiêu thụ của bà con nông dân, tất nhiên một số loại phân bón dùng cho các cây công nghiệp lại có mùa vụ khác.

Sản phẩm Urea chủ yếu dùng cho cây lúa và vì vậy DPM không nằm ngoài quy luật kinh doanh này.

Như vậy có thể thấy lượng hàng hóa trong năm của DPM được tiêu thụ mạnh các quý II và IV trong năm, ngoài thời điểm này ra, sản phẩm sản xuất của DPM luôn luôn được chuẩn bị sẵn trong kho.

Chúng tôi tiến hành đánh giá giá trị hàng tồn kho trong các giai đoạn khác nhau của DPM và cho kết quả là Chúng tôi chưa tìm ra được những luận chứng có “tính hợp lý” bởi những thông tin lịch sử có được chưa nhiều.

Tuy vậy, với 1 năm trở lại đây, dữ liệu thống kê của công ty cho thấy hàng tồn kho tăng mạnh lên trong quý III và quý I, trong khi giảm vào quý II và Quý IV. Điều này là hợp lý với tính chất tiêu thụ theo mùa vụ nông nghiệp.

Trong năm 2008, hàng tồn kho quý II tăng mạnh hơn gấp 2 lần so với quý I, điều này là do giá phân bón đã tăng rất mạnh từ tháng 4 năm 2008. Điều này có nghĩa là lượng hàng tồn kho không lớn nhưng giá trị hàng tồn kho lại rất lớn, công ty đã nhập khẩu ở mức giá cao.

Xét hệ số hàng tồn kho, Chúng tôi thấy rằng vòng quay hàng tồn kho của công ty đang ngày càng giảm dần. Năm 2008 vòng quay hàng tồn kho chỉ còn khoảng hơn 4 vòng, giảm từ 5,74 vòng năm 2007 và còn giảm mạnh hơn mức 7,76 vòng năm 2006.

Giá trị hàng tồn kho vào thời điểm cuối năm 2008 đã tiếp tục tăng lên và đạt mức kỷ lục, điều này có nguyên nhân từ việc công ty đã nhập phân bón ở thời điểm giá cao nhất trong vòng nhiều năm qua.

6 tháng đầu năm, hàng tồn kho giảm xuống cùng với việc tiêu thụ được cải thiện, Chúng tôi thấy rằng vòng quay hàng tồn kho đã tăng lên mức rõ rệt trong 6 tháng đạt 3,77 lần.

Bảng 12 – Vòng quay hàng tồn kho so sánh với một số công ty trong ngành (Đơn vị: lần)

Công ty	2006	2007	2008	6T.2009
DPM	7.76	5.74	4.16	3.77
TSC	8.8.1	6.1	4.3	2.6
HSI	4.97	3.88	1.21	0.84

(Nguồn: BCTC của DPM, HSI, TSC)..

Khi so sánh với TSC và HSI, Chúng tôi thấy TSC tỏ ra là công ty có khả năng luân chuyển giữa nhập hàng và bán hàng tốt nhất trong 3 năm gần đây. Tuy nhiên chúng tôi cũng nhìn thấy nỗ lực vượt lên của của DPM trong 6 tháng đầu năm 2009.

Các chỉ tiêu tài chính

Bảng 13 - Hệ số thanh toán (Đơn vị: lần)

Khoản mục	2005	2006	2007	2008	6T.2009
Hệ số thanh toán hiện thời	2.27	2.91	1.81	6.14	4.23
Hệ số thanh toán nhanh	1.74	2.69	1.52	3.60	3.46
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.21	1.51	1.45	2.15	3.03

(Nguồn: BCTC kiểm toán của DPM)

Hệ số thanh toán hiện thời của công ty đã gia tăng đáng kể trong năm 2008 từ 1,81 lên 6,14, điều này xuất phát từ hai nguyên nhân. Thứ nhất, cơ cấu tài sản đã có sự dịch chuyển nhanh về phía tài sản lưu động, trong khi tài sản lưu động tăng không nhiều nhưng tài sản cố định lại có xu hướng giảm nhanh do khấu hao. Nguyên nhân thứ hai tác động lớn hơn đó là vay nợ giảm mạnh, nợ ngắn hạn giảm xuống 438 tỷ từ 1.361 tỷ năm 2007.

Hệ số thanh toán nhanh (3,6) có sự chênh lệch lớn với hệ số thanh toán hiện thời, điều này tiếp tục khẳng định hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn trong tài sản lưu động như đã phân tích phần trên.

Trong 6 tháng đầu năm, các hệ số đã giảm xuống. Chúng tôi thấy, tài sản lưu động tăng nhưng không tăng nhanh bằng tốc độ của nợ ngắn hạn. Tuy nhiên các hệ số thanh toán vẫn khẳng định sự chắc chắn về tài chính trong hoạt động sản xuất kinh doanh của DPM.

Bảng 14 - Hệ số hoạt động (Đơn vị: lần)

Khoản mục	2005	2006	2007	2008	6T.2009
Số vòng quay khoản phải thu	49.87	7.07	63.51	11.30	5.56
Số vòng quay hàng tồn kho	3.40	7.76	5.74	4.16	3.77

Số vòng quay tài sản cố định	0.56	0.92	1.36	3.41	2.82
Số vòng quay tài sản cố định (Doanh thu hàng sản xuất)	0.56	0.88	1.27	2.63	1.43
Số vòng quay tổng tài sản	0.39	0.46	0.66	1.25	0.64

(Nguồn: BCTC kiểm toán của DPM)

Số vòng quay khoản phải thu hiện tại đang có dấu hiệu ổn định ở mức từ 10-12 vòng mỗi năm, điều này tương đương với thời gian thu tiền bán hàng là khoảng một tháng. Chúng tôi cũng không đề cập nhiều bởi ở phần Khoản phải thu chúng tôi đã phân tích khá chi tiết.

Vòng quay hàng tồn kho đã giảm xuống 4,16 lần vào cuối 2008, tương đương mức hàng tồn kho đạt mức lớn nhất kể từ khi đi vào hoạt động, điều này là hệ quả của việc công ty đã nhập lượng hàng ở mức giá rất cao trong 2008 như đã phân tích ở trên.

Số vòng quay hàng tồn kho 6 tháng đạt mức 3,77 lần, nếu không có sự biến động tăng mạnh hàng tồn kho vào thời điểm cuối năm, Chúng ta hoàn toàn có thể tin tưởng vòng quay hàng tồn kho cả năm 2009 sẽ đạt mức 6 lần, tốt hơn cả năm 2007 và 2008.

Hiệu quả sử dụng tài sản cố định ngày càng tăng thể hiện hệ số vòng quay tài sản cố định đang tăng dần.

Chúng tôi thấy năm 2008 vòng quay tài sản cố định đã tăng lên mức 3,41 lần. Đây là mức tăng đột biến và điều này làm cho Chúng tôi phải tìm hiểu sâu hơn. Kết quả là, doanh thu hàng nhập khẩu lớn đã ảnh hưởng lớn đến hệ số này. Với chỉ doanh thu hàng sản xuất, vòng quay tài sản cố định năm 2008 đạt 2,63 lần.

Như đã phân tích ở phần tài sản cố định, Chúng tôi cho rằng vòng quay tài sản cố định sẽ tiếp tục tăng lên trong những năm tới do giá trị còn lại ở mức thấp. Chỉ khi nào, những dự án mới đi vào hoạt động, vòng quay tài sản cố định mới chậm lại.

Vòng quay tổng tài sản tiếp tục gia tăng. 6 tháng đầu năm, số vòng quay là 0,64, điều này đang hướng đến số vòng quay tổng tài sản năm 2009 có thể tương đương mức năm 2008.

Trong điều kiện giá phân bón có mức giá trung bình thấp hơn năm 2008, trong khi tài sản đang có dấu hiệu gia tăng, việc duy trì vòng quay tài sản thể hiện những nỗ lực kinh doanh của Công ty.

Bảng 15 - Hệ số đòn bẩy

(Đơn vị: lần)

Khoản mục	2005	2006	2007	2008	6T.2009
Hệ số nợ	0.44	0.30	0.24	0.09	0.17
Hệ số nợ dài hạn/VCSH, nợ dài hạn	0.35	0.16	0.00	0.00	0.01
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	0.79	0.43	0.31	0.10	0.20

(Nguồn: BCTC kiểm toán của DPM)

Chưa thực sự tận dụng được đòn cân nợ nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh trong những năm qua, đó là cảm nhận ban đầu của Chúng tôi. Chúng tôi nhận thấy rằng, trong những năm tới, hệ số nợ sẽ tăng lên cùng với các dự án đầu tư mới và việc mở rộng sản xuất kinh doanh.

Hệ số nợ dài hạn/ Vốn dài hạn của công ty là chưa có khả năng tăng lên trong những năm tới. Hiện tại chúng tôi nhận thấy có dự án CO2 với vốn đầu tư 650 tỷ không phải là lớn đối với lợi nhuận hàng năm của DPM. Chúng tôi cho rằng vốn tự có của Công ty hoàn toàn có thể tài trợ đủ.

Bảng 16 - Hệ số sinh lời

Khoản mục	2005	2006	2007	2008	6T.2009
Lãi gộp/Doanh thu	35.56%	36.91%	39.19%	28.59%	26.49%
Lãi HĐKD/Doanh thu	31.14%	30.15%	33.53%	21.70%	20.56%
Lãi ròng/Doanh thu	31.20%	38.07%	35.18%	21.37%	18.61%
EPS (VND)	2,514	4,516	3,499	3,676	1,988
ROA	12.03%	17.42%	23.17%	26.65%	11.92%
ROE	21.58%	24.92%	30.37%	29.19%	14.36%

(Nguồn: BCTC kiểm toán của DPM)

Lợi nhuận gộp/doanh thu đang có xu hướng giảm xuống sau khi đạt mức cao nhất vào năm 2007, điều này là do DPM đang mở rộng kinh doanh hàng xuất nhập khẩu nhằm “chiếm lĩnh thị trường”. Không đi sâu thêm do phần Lợi nhuận bên trên đã đề cập, Chúng tôi muốn nhấn mạnh rằng, lợi nhuận gộp từ bán hàng sản xuất vẫn ở mức cao trong các năm tới, trong khi lợi nhuận gộp từ kinh doanh hàng nhập khẩu sẽ dần gia tăng.

Lợi nhuận ròng/tổng tài sản vẫn trong xu hướng gia tăng. Trong khi tổng tài sản giảm xuống thì vốn chủ sở hữu lại có xu hướng tăng lên điều này giải thích về sự “nghịch đảo” của tăng trưởng ROA và ROE trong năm 2008.

6 tháng đầu năm, các hệ số vẫn thể hiện sự cân bằng đáng có. Xét theo cùng kỳ 2008, một sự sụt giảm mạnh trong tất cả các hệ số. Tuy nhiên, Chúng tôi không thấy có sự “lo ngại” quá mức bởi tình hình thị trường cùng kỳ 2008 có thể coi là “bùng nổ” nhất trong nhiều năm qua, Chúng tôi còn nhớ, cùng tháng 5.2008 DPM đã điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận năm bởi những “lạc quan” từ tình hình thị trường.

Bảng 17 - Phân tích ROE theo mô hình Dupont

Khoản mục	2005	2006	2007	2008	6T.2009
Hệ số Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	1.79	1.43	1.31	1.10	1.20
Hệ số Doanh thu/Tổng tài sản	0.39	0.44	0.62	1.25	0.64
Hệ số Lãi ròng/Doanh thu	31.20%	38.07%	35.18%	21.37%	18.61%
Tỷ suất Lãi ròng/Vốn chủ sở hữu	21.58%	23.99%	28.49%	29.19%	14.36%

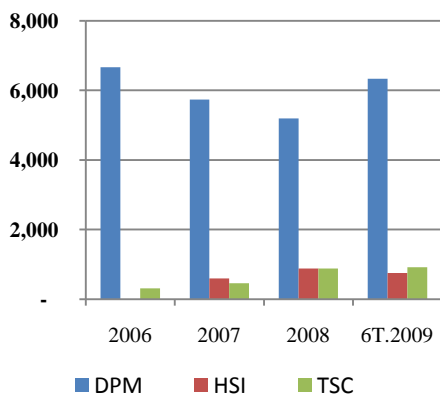
(Nguồn: BCTC kiểm toán của DPM)

Năm 2008, Mô hình Dupont chỉ ra rằng, Vốn chủ sở hữu chiếm phần lớn trong việc hình thành lên tổng tài sản cùng với nó vòng quay tổng tài sản gia tăng đáng kể. Vì vậy ảnh hưởng đi xuống của hệ số lãi ròng/Doanh thu không làm chất lượng Lãi ròng/Vốn chủ sở hữu suy giảm mà ngược lại tiếp tục được cải thiện.

Dấu hiệu suy giảm của tỷ lệ lãi ròng/Doanh thu tiếp tục thể hiện trong 6 tháng đầu năm 2009. Tuy vậy, vòng quay tổng tài sản tiếp tục gia tăng. Chúng tôi dự báo, tỷ lệ Lãi ròng/Vốn chủ sở hữu năm 2009 sẽ đạt mức 28,47%.

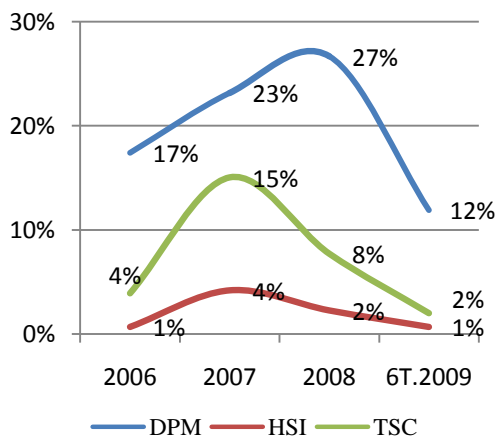
động niêm yết trên HOSE và HASTC.

Đồ thị 16- Tổng tài sản của các công ty.

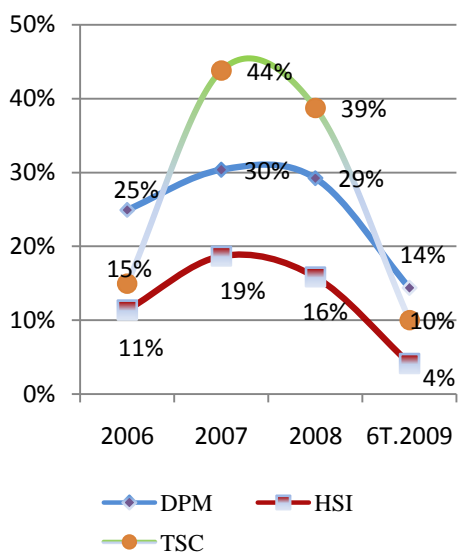


(Nguồn: BCTC kiểm toán DPM, TSC, HSI)

Đồ thị 17- Tỷ lệ sinh lời/tổng tài sản



Đồ thị 18- Tỷ lệ sinh lời/vốn chủ sở hữu



(Nguồn: BCTC kiểm toán DPM, TSC, HSI)

So sánh với một số công ty có cùng lĩnh vực hoạt động

Bảng 18 - So sánh một số chỉ tiêu với công ty có cùng lĩnh vực hoạt động.

Khoản mục	2007			2008			6T.2009		
	DPM	HSI	TSC	DPM	HSI	TSC	DPM	HSI	TSC
Tổng tài sản	5,739	599	456	5,192	869	879	6,336	755	915
Vốn chủ sở hữu	4,377	135	157	4,741	125	175	5,261	128	182
Vốn điều lệ	3,800	100	83.13	3,800	100	83.13	3,800	100	83.13
Doanh thu thuần	3,779	657	1375	6,475	634	2727	4,060	391	1311
Lãi gộp/doanh thu	39.00%	10.05%	9.65%	29.00%	16.56%	8.25%	26.00%	10%	8%
Lợi nhuận ròng	1,329	25.3	68.6	1,385	19.87	67.8	756	5.29	18.25
Hệ số nợ	0.24	0.77	0.66	0.09	0.86	0.80	0.17	0.83	0.80
Vòng quay tài sản	0.66	1.10	3.02	1.25	0.73	3.10	0.64	0.52	1.43
ROA	23.17%	4.20%	15.04%	26.68%	2.28%	7.71%	11.92%	0.70%	2.0%
ROE	30.37%	18.67%	43.81%	29.22%	15.84%	38.74%	14.36%	4.13%	10%
EPS VND	3,499	2,530	8,252	3,646	1,987	8,156	1,989	529	2,195
BV 000 VND	11.52	13.50	18.89	12.48	12.50	21.05	13.85	12.80	21.89

(Nguồn: BCTC của DPM, HSI, TSC)..

Chúng tôi lựa chọn 2 công ty có hoạt động gần giống với DPM, đó là Công ty Cổ phần phân bón hóa sinh – HSI và Công ty Cổ phần vật tư nông nghiệp Cần Thơ- TSC, hai công ty này cùng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

Công ty phân bón hóa sinh nguyên là đơn vị sản xuất phân bón tổng hợp, thuộc Tổng cục Công nghiệp Bộ Quốc phòng. Năng lực sản xuất và tiêu thụ của công ty đã tăng mạnh trong những năm qua, đứng trong top 10 công ty cung cấp phân bón.

Công ty vật tư nông nghiệp Cần Thơ là đơn vị kinh doanh xuất nhập khẩu phân bón và gạo. Doanh thu từ kinh doanh phân bón chiếm khoảng 70%- 75%, trong khi xuất khẩu gạo chiếm khoảng 25%-30%. TSC cũng chính là nhà phân phối sản phẩm của DPM.

Trước tiên, về quy mô công ty, một điều khẳng định là quy mô của DPM lớn hơn rất nhiều so với HSI và TSC. Tuy nhiên Chúng tôi cũng thấy những sự phát triển mạnh mẽ về tổng tài sản của của HSI và TSC trong 2 năm qua.

Nguồn vốn nợ được HSI sử dụng ở mức tối đa, hệ số nợ của hai công ty này dao động trong khoảng từ 0,66 đến 0,86. HSI là công ty sử dụng nợ nhiều nhất, năm 2008 nợ của HIS chiếm đến 86% tổng nguồn vốn.

Về hoạt động, Chúng tôi thấy có sự phát triển mạnh mẽ của TSC và DPM trong năm 2008 khi doanh thu tăng gần gấp đôi, trong khi HSI có vẻ như chưa phát huy và năm bắt được có hội phát triển trong năm 2008. Sáu tháng đầu năm 2009 doanh thu của TSC và HSI đều đạt từ 50% đến 55% so với năm 2008, ngoại trừ DPM đạt mức 65%.

Lợi thế là nhà sản xuất lớn trong nước như đã phân tích ở trên, Chúng tôi thấy rằng DPM có tỷ lệ lợi nhuận gộp cao hơn hẳn so với HSI và TSC. Tuy vậy Chúng tôi cũng nhận thấy tỷ lệ này của cả 3 công ty đang có xu hướng giảm, trong đó DPM giảm nhanh hơn, đối với trường hợp của DPM, chúng tôi đã phân tích rõ nguyên nhân sụt giảm ở phần trên.

Cuối cùng Chúng tôi xem xét các hệ số về sinh lợi, và thấy rằng trong hai năm 2007 và 2008, DPM là công ty có tỷ lệ sinh lợi trên tổng tài sản lớn nhất, trong khi đó TSC lại đang có tỷ lệ ROE cao nhất.

Điều này là phù hợp khi chúng ta xem lại hệ số đòn cân nợ ở bên trên. Việc sử dụng đòn cân nợ cao đôi khi sẽ làm cho doanh nghiệp rơi vào trạng thái căng thẳng và mất khả năng thanh toán. Tuy nhiên nó đã đem lại hiệu quả hoạt động tốt hơn cho các chủ sở hữu.

Tình hình trong 6 tháng đầu năm 2009 đang chứng minh cho sự phát triển của DPM, các hệ số ROA và ROE đều đứng ở vị trí cao nhất.

Phần II: Câu chuyện tương lai

Nhà máy đạm Cà Mau

Ngày tháng năm, Đại hội cổ đông của DPM đã không thể thông qua việc DPM sẽ tiếp nhận nhà máy Đạm Cà Mau khi đi vào hoạt động. Các cổ đông nhỏ chiếm tỷ lệ % đã không bỏ phiếu ủng hộ việc này với lý do chi phí đầu tư cao, không có hiệu quả.

Nhà máy Đạm Cà Mau được PVN đầu tư trong cụm Khí Điện Đạm – Tỉnh Cà Mau. Công suất thiết kế của nhà máy là 800 ngàn tấn. Tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 950 triệu USD, nhà máy dự kiến đi vào hoạt động từ cuối năm 2011. Hiện nay DPM đang được PVN thuê là người vận hành nhà máy, các công việc tuyển dụng nhân sự đang được DPM thực hiện.

Chúng tôi thật sự đánh giá cao năng lực cạnh tranh của DPM hiện nay trên thị trường phân bón Việt Nam mặc dù có nhiều đơn vị sản xuất và kinh doanh đã có lịch sử hoạt động lâu năm.

Chúng tôi cũng đánh giá cao năng lực cạnh tranh của DPM khi phương án tiếp nhận nhà máy Đạm Cà Mau của PVN đưa ra. Năng lực cạnh tranh của DPM nhất định sẽ được củng cố và không chỉ ở trong nước mà trên tầm khu vực.

Nguyên nhân cổ đông đưa ra là chi phí đầu tư – suất đầu tư lớn?!. Chúng tôi thực sự chưa tìm hiểu kỹ về công nghệ của Đạm Cà Mau và cũng chưa tìm được nguồn cung cấp thiết bị để có thể so sánh. Tuy nhiên, Chúng tôi cũng đưa ra một dự án để lấy làm nguồn so sánh, phần nào đánh giá đúng dự án Đạm Cà Mau.

Chúng ta đều biết Tổng công ty Hóa chất Việt Nam- Vinachem đang thực hiện đầu tư dự án nhà máy đạm Ninh Bình, nhà máy được khởi công vào tháng 5/2008. Đây là dự án có thời điểm gần giống với thời điểm của nhà máy Đạm Cà Mau.

Nhà máy đạm Ninh Bình, với công suất thiết kế là 560 ngàn tấn Urea/năm. Tổng vốn đầu tư dự án là 660 triệu USD. Nhà máy dự kiến cũng đi vào hoạt động giữa năm 2011.

Nhà máy sử dụng công nghệ sản xuất là khí hóa than cám, nguyên liệu chính là từ than đá, nguồn nguyên liệu sẵn có trong nước.

Bảng 19 - So sánh dự án Đạm Cà Mau và Đạm Ninh Bình

Thông số	Nhà máy đạm Cà Mau	Nhà máy Đạm Ninh Bình
Chủ đầu tư	PVN	Vinachem
CS thiết kế tấn Urea/năm	800.000	560.000
Vốn đầu tư dự toán Triệu USD	950	660
Thời gian hoạt động dự kiến	Quý IV-2011	Quý IV-2011

(Nguồn: PVN, Vinachem, TSC tổng hợp)

Như vậy, có thể thấy suất đầu tư của Nhà máy đạm Ninh Bình không hề rẻ hơn, thậm chí còn cao hơn cả suất đầu tư của Nhà máy đạm Cà Mau.(900/800-660/560).

Như vậy lý do suất đầu tư lớn mà các nhà đầu tư nhỏ không chấp thuận phương án tiếp nhận nhà máy đạm Cà Mau có vẻ như chưa hoàn toàn đúng.

Chúng tôi cũng đánh giá cao vào vị trí của nhà máy đạm Cà Mau khi nó nằm trong vựa lúa của cả nước, nhu cầu sử dụng phân bón lớn nhất. Đây là thuận lợi lớn đối với công tác vận chuyển trong tiêu thụ.

Hiện tại Chúng tôi chưa đưa phương án sáp nhập đạm Cà Mau vào các kịch bản giả định trong việc định giá DPM. Trong thời gian tới Chúng tôi sẽ xem xét vấn đề này một cách chi tiết khi có thêm những thông tin cụ thể về dự án nhà máy đạm Cà Mau.

Chính sách giá nguyên liệu

Chúng tôi thật sự băn khoăn về chính sách giá nguyên liệu khí mà PVN áp dụng đối với DPM trong thời gian tới. Theo những thông tin được cung cấp bởi công ty, giá khí nguyên liệu sẽ tăng lên mức 3,66 USD/MMBTU trong năm 2009.

Chúng tôi hiện chưa biết cơ sở để PVN đưa ra mức giá khí trên, có lẽ là mức giá tham khảo chi phí sản xuất và giá trên thị trường thế giới. Vận hành theo cơ chế thị trường là lựa chọn khách quan và chúng ta **nên tôn trọng**.

Chúng tôi muốn nhắc đến hệ quả của việc tăng giá nguyên liệu đầu vào. Chúng ta vẫn biết khi được ưu đãi về giá nguyên liệu, sản phẩm urea của DPM có giá thành sản xuất thấp, và vì vậy vai trò bình ổn thị trường được thực hiện và phát huy tốt. Khi giá nguyên liệu không còn ưu đãi, rõ ràng vai trò và trách nhiệm bình ổn thị trường của DPM là không còn. Một lần nữa chúng ta **nên tôn trọng** cơ chế thị trường và sự tự quyết của doanh nghiệp.

Chi phí nguyên liệu tăng, tỷ lệ giá vốn hàng bán tăng lên bao nhiêu, tất cả được Chúng tôi trình bày chi tiết trong phần định giá, kịch bản 3.

Quản Trị Doanh Nghiệp

Chúng tôi nghĩ rằng với tỷ lệ cổ đông bên ngoài lên đến 40%, mọi cơ hội cho các đối tác khác muốn tham gia trực tiếp vào quản trị, điều hành Công ty là hoàn toàn có thể thực hiện được. Chúng tôi vẫn đang theo dõi những biến động về sở hữu và quản trị của DPM.

Hội đồng quản trị

Chúng tôi đánh giá cao về đường lối “mở cửa” của PVN khi thực hiện giảm phần vốn sở hữu xuống còn 60% ngay trong lần IPO, năm 2007. Có thể PVN còn có nhiệm vụ “chính trị” trong việc phải đầu tư nhiều dự án khác, tuy nhiên việc thoái một tỷ lệ vốn lớn ở một dự án “hấp dẫn” thực sự là một quyết định mang tính đột phá.

Trong năm 2008 đánh dấu sự biến động về vị trí của các thành viên hội đồng quản trị, nguyên nhân là do sự sắp xếp, điều chuyển cán bộ nhân sự của Tập đoàn dầu khí Việt Nam. Chúng tôi vẫn chưa thấy có sự tập trung cổ phiếu vào một đơn vị, pháp nhân nào khác trong nước hoặc nước ngoài để có thể tham gia vào Hội đồng quản trị công ty. Đây thật sự là điều đáng mong chờ.

Việc thay đổi các vị trí trong Hội đồng quản trị DPM có thể dẫn đến những lo ngại về tính không ổn định trong việc hoạch định và thi hành chiến lược phát triển dài hạn của Công ty. Tuy vậy, Chúng tôi cũng thấy rằng, các thành viên mới đều là những lãnh đạo cao cấp của PVN và vì vậy sự không liên tục trong hoạch định và thi hành chiến lược phát triển là không đáng lo ngại.

Chúng tôi cũng thấy đội ngũ lãnh đạo của DPM là những người trước hết là có kiến thức rất sâu về lĩnh vực dầu khí, đều được đào tạo từ các nước có ngành công nghiệp hóa dầu phát triển như Nga, Ukraina và các nước Đông Tây Âu...

Cơ cấu cổ đông

Bảng 20 - Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông		Số cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
I	Cổ đông trong nước		82.46%
	1 Cổ đông pháp nhân	283.725.064	74.80%
	2 Cổ đông cá nhân	29.042.339	7.66%
	Một số cổ đông pháp nhân chính		
	Tập đoàn dầu khí Việt Nam	233.204.253	61.37%
	Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam	14.000.000	3.68%
	Ngân hàng TMCP Á châu	3.800.000	1.00%
	Tổng công ty tài chính cổ phần dầu khí Việt Nam	4.235.790	1.11%
II	Cổ đông nước ngoài		17.54%
	1 Cổ đông cá nhân	845.965	0.22%
	2 Cổ đông pháp nhân	65.696.632	17.32%
	Một số cổ đông pháp nhân chính		

(Số liệu theo báo cáo thường niên DPM)

Chúng tôi thấy tỷ lệ sở hữu của người nước ngoài liên tục tăng lên. Đến thời điểm 15/8/2009, tỷ lệ sở hữu của người nước ngoài đạt 20,84%, điều này cho thấy DPM là cổ phiếu được nhà đầu tư nước ngoài quan tâm.

Đánh giá DPM theo mô hình SWOT

Điểm mạnh

- Quy mô công ty, hiện tại DPM là nhà máy sản xuất Urea lớn nhất trong nước, có sức cạnh tranh, kiểm soát và ổn định thị trường Urea.
- Dây chuyền công nghệ hiện đại, đồng bộ khép kín: dây chuyền sản xuất dùng công nghệ của các nước Bắc Âu, nơi có nền công nghiệp hóa dầu tiên tiến, đảm bảo hệ thống vận hành ổn định, hiệu suất cao, gia tăng hiệu quả hoạt động.
- Sản phẩm đạt chất lượng cao, không ngừng nâng cao uy tín, được khách hàng tin dùng, thị trường phát triển mạnh.
- Nguồn lực tài chính dồi dào, vay nợ thấp giúp công ty ổn định hoạt động sản xuất kinh doanh. Tạo cơ sở thực hiện các dự án đầu tư phát triển mới trong tương lai.
- Hệ thống phân phối được xây dựng và phát triển rộng lớn, các công ty con tại các vùng thực hiện vai trò phát triển và giám sát mang lại hiệu quả cao.
- Có sự giám sát thường xuyên của Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam, nằm trong chiến lược phát triển của ngành dầu khí.

Điểm yếu

- Phát triển mảng kinh doanh phân bón xuất nhập khẩu là lĩnh vực còn mới mẻ với công ty. Những biến động giá phân bón trên thị trường thế giới đòi hỏi phải có đội ngũ lãnh đạo và nhân viên kinh doanh hiểu sâu về thị trường, nhu cầu, nguồn cung trên thế giới để tránh những tổn thất.

Cơ hội

- Nhu cầu thị trường phân bón trong nước ở mức cao và vẫn tiếp tục gia tăng, công ty hoàn toàn có thể đẩy mạnh kinh doanh và chiếm lĩnh thị trường.
- Hiện nay PVN đang thực hiện đầu tư dự án đạm Cà Mau, dự kiến đi vào hoạt động từ cuối năm 2011, DPM đang được thuê là nhà vận hành nhà máy, trước đó PVN tỏ ý muốn DPM tiếp quản nhà máy này. Đây có thể được coi là thách thức, nhưng thực sự là cơ hội để DPM phát triển, không chỉ trong nước mà vươn mạnh ra thị trường nước ngoài, điều mà số ít công ty trong nước làm được.

Thách thức

- Ngày càng nhiều nhà sản xuất phân bón tham gia thị trường. Đến hết năm 2008 Urea sản xuất trong nước chỉ có Nhà máy đạm Phú Mỹ với công suất 740 ngàn tấn và Nhà máy đạm Hà Bắc với công suất 180 ngàn tấn. Sau năm 2011, sẽ có thêm 02 nhà máy mới đi vào hoạt động là Nhà máy đạm Cà Mau và Nhà máy đạm Ninh Bình, ngoài ra dự án mở rộng của Nhà máy đạm Hà Bắc nâng công suất lên 500 ngàn tấn. Như vậy, sau năm 2012 sản lượng Urea sản xuất trong nước có thể đạt đến 2,5 triệu tấn mỗi năm, điều này có thể dư thừa nhu cầu trong nước. Cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn.
- Giá nguyên liệu đầu vào phụ thuộc vào chính sách của Chính phủ. Với việc giá nguyên liệu có thể tăng lên 50% từ năm 2010 sẽ làm ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của Công ty.

Phần III: Định giá công ty

Trong phần này, dựa vào những thông tin có được từ quá khứ, các kế hoạch phát triển ngắn hạn trong năm 2009 và chiến lược phát triển dài hạn trong 5 năm tới của DPM chúng tôi cố gắng đưa ra một bức tranh tương lai về tình hình hoạt động của DPM. Từ đó, bằng các phương pháp và công cụ định giá, Chúng tôi sẽ đưa ra một giá trị có tính chất xác thực nhất có thể để các bạn tham khảo.

Dựa vào những “biến động lớn” có thể xảy ra đối với hoạt động của DPM, Chúng tôi đưa ra 3 kịch bản cho hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như từ đó cho ra 3 kết quả về định giá.

Kịch bản 1 - Bức tranh hiện thực

Giả thiết trọng yếu của kịch bản 1 là giá nguyên liệu khí cung cấp cho hoạt động của DPM vẫn giữ ở mức hiện tại là 2,2 USD/ngàn BTU.

Các giả định khác

Giả định về sản lượng sản xuất và tiêu thụ

Chúng tôi giả định sản lượng sản xuất Urea sẽ giữ ở mức 750 ngàn tấn năm đến hết năm 2011, từ năm 2012 sản lượng sản xuất tăng thêm 60 ngàn tấn mỗi năm do dự án thu hồi CO2 đi vào hoạt động. Điều này cũng đồng nghĩa với sản lượng Amoniac lỏng sẽ không còn dư như hiện tại, nó sẽ tham gia vào quá trình tổng hợp sản lượng Urea mới. Đồng thời với việc mở rộng sản xuất, chúng tôi cho rằng lượng điện dư hàng năm là không đáng kể.

Chúng tôi giả định sản lượng sản xuất hàng năm sẽ được tiêu thụ hết. Rõ ràng đây chưa phải là vấn đề lớn ở thời điểm hiện nay và ít nhất là đến sau năm 2011.

Chúng tôi cũng giả định sản lượng phân bón kinh doanh nhập khẩu sẽ tăng lên trong các năm tới. Năm 2009, Chúng tôi dự báo công ty có thể tăng sản lượng kinh doanh nhập khẩu lên mức 350 ngàn tấn các loại, các năm tiếp theo tăng lên mỗi năm khoảng 100 ngàn tấn.

Bảng 21 - Sản lượng sản xuất và tiêu thụ các năm tới

(Đơn vị: Ngàn tấn)

Năm	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Urea sản xuất và tiêu thụ	741	750	750	750	820	820
Amoniac dư	25	30	15	0	0	0
Điện dư	5.39		0	0	0	0
Kinh doanh NPK			100	100	100	100
Kinh doanh phân bón nhập khẩu	198	350	400	450	450	500

Giả định tăng trưởng doanh thu theo từng mặt hàng

Căn cứ vào sản lượng và giá bán, Chúng tôi đưa ra giả định về tăng trưởng doanh thu từng nhóm mặt hàng và tổng doanh thu của Tổng công ty các năm tới.

Dự vào số liệu quá khứ, Chúng tôi xác định được giá bán trung bình của Urea sản xuất năm 2008 ở mức 6.743 đồng/kg. Hiện tại Chúng tôi thấy giá bán phân Urea Phú Mỹ được công ty thông báo là 6.500 đồng, có lẽ thị trường ở mức thấp hơn. Chúng tôi lấy giá bán trung bình của Công ty ở mức 5.500 đồng, điều này phù hợp với vai trò là nhà ổn định thị trường của DPM. Các năm tiếp theo chúng tôi cho giá bán của công ty tăng trung bình 5%.

Đối với sản phẩm nhập khẩu, giá trung bình năm 2008 đạt mức 7.469 đồng/kg. Hiện tại mức giá này thấp hơn nhiều do giá phân bón nhập khẩu đã giảm mạnh. Chúng tôi lấy mức trung bình giá bán phân bón nhập khẩu ở mức 7.095 đồng, mức này sẽ tăng thêm mỗi năm 5% kể từ 2010.

Từ năm 2010 Chúng tôi tách phần kinh doanh phân bón NPK ra thành một phần riêng để

quan sát. Và chúng tôi dự báo mỗi năm công ty kinh doanh khoảng 100 ngàn tấn NPK, mức giá kinh doanh Chúng tôi dự báo năm 2010 là 10.100 đồng/kg, giá bán hàng năm cũng tăng khoảng 1%.

Bảng 22 - Doanh thu các sản phẩm

(Đơn vị: tỷ đồng)

Năm	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Urea sản xuất và tiêu thụ	4,125	4,331	4,548	5,221	5,482
Kinh doanh NPK	-	1,010	1,020	1,030	1,041
Kinh doanh phân bón nhập khẩu	2,484	2,980	3,520	3,697	4,313
Tổng doanh thu	6,609	8,322	9,088	9,948	10,835

(Nguồn: TSC tổng hợp và dự báo)

Giả định giá vốn hàng bán

Giá vốn hàng bán được chúng tôi xây dựng trên cơ sở các yếu tố về chi phí sản xuất bao gồm nguyên liệu, khấu hao, lao động và chi phí mua ngoài khác. Dựa vào số liệu các năm trước, Chúng tôi có một cơ cấu các yếu tố chi phí sản xuất.

Chi phí nguyên liệu

Do giá nguyên liệu khí được giữ nguyên, vì vậy chi phí tuyệt đối về nguyên liệu là không đổi. Tuy nhiên tỷ trọng chi phí nguyên liệu trong cơ cấu giá vốn hàng bán sẽ thay đổi do các yếu tố chi phí khác thay đổi.

Chi phí khấu hao

Chi phí khấu hao năm 2008 chiếm tỷ trọng 48%, trong năm 2009 vẫn giữ ở mức này. Từ năm 2010 Chúng tôi tính toán và chi phí khấu hao giảm xuống rất mạnh, chỉ còn chiếm 28%, năm 2011 còn 20%. Năm 2012 tăng lên mức 21% do năm đó đưa dây chuyền mở rộng vào khai thác.

Chi phí lao động

Chúng tôi giả định chi phí lao động sẽ tiếp tục tăng tỷ trọng trong cơ cấu giá thành, mức cao nhất đạt được là 12% trong năm 2013.

Chi phí khác

Chi phí khác sẽ thay đổi tỷ trọng trong năm 2010 và có xu hướng tăng, năm 2013 đạt mức 15%.

Bảng 23 – Chi phí sản xuất theo yếu tố

Năm	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Chi phí nguyên liệu	40%	38%	53%	57%	55%	56%
Chi phí Khấu hao	48%	49%	28%	20%	21%	18%
Chi phí Lao động	5%	5%	8%	10%	11%	12%
Chi phí khác	7%	7%	11%	13%	13%	15%

(Nguồn: BCTC của DPM, TSC tổng hợp và dự báo)

Giá vốn hàng kinh doanh nhập khẩu được Chúng tôi giả định trên cơ sở dữ liệu lịch sử, ngoại trừ năm 2008 phải dự phòng tồn kho làm cho giá vốn hàng bán vượt cả doanh thu. Các năm 2007, 2006 chúng tôi quan sát thấy mức giá vốn hàng bán chiếm đến 98% doanh thu.

Qua trao đổi với người đại diện DPM, Chúng tôi được biết hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu hiện tại chưa đặt nặng vấn đề lợi nhuận?! mà nhằm mục tiêu là chiếm lĩnh thị trường, các năm tiếp theo, khi đã đạt được thị trường, bài toán lợi nhuận sẽ được tính đến. Đây cũng là một cơ sở để Chúng tôi đưa ra dự báo về tỷ lệ giá vốn hàng kinh doanh.

Giả định các khoản phải thu

Như đã phân tích phần trên, khoản phải thu đã tăng mạnh khi công ty đẩy mạnh hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu. Khi doanh thu gia tăng, thị trường phân phối rộng lớn, kết hợp với yếu tố mùa vụ của thị trường phân bón, Chúng tôi dự báo khoản phải thu hàng năm sẽ ở mức tương ứng 30-35 ngày thu tiền. Mức này là vừa phải so với các công ty trong ngành.

Giả định về hàng tồn kho

Chúng tôi giả định hàng tồn kho sẽ ở mức ngày tồn kho 02 tháng, tức là tương đương với 6 vòng quay mỗi năm.

Giả định về chi phí bán hàng

Chi phí bán hàng sẽ tiếp tục tăng về giá trị tuyệt đối, về tương đối, Chúng tôi giả định chiếm khoảng 4% so với doanh thu, mức này tăng từ 3,5% của năm 2008. Điều này là phù hợp khi thị trường của công ty cần phải phát triển về các vùng sâu và xa hơn hiện tại.

Giả định về chi phí QLDN

Tỷ trọng chi phí quản lý doanh nghiệp được chúng tôi nâng lên mức 4,5% so với mức 3,4% năm 2008. Chúng tôi cho rằng hoạt động quản trị cần làm tốt hơn trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gia tăng và thị trường phân bón có nhiều biến động, chính vì vậy Chúng tôi mạnh dạn đưa tỷ lệ chi phí quản trị lên cao hơn nhằm tìm kiếm những con người có khả năng tốt hơn.

Các giả định về vay nợ và chi phí lãi vay

Hiện tại Chúng tôi quan sát thấy nguồn tiền của công ty khá dồi dào. Chúng tôi cũng hiểu vào những thời điểm nhất định, nguồn tiền đó phải được chuyển thành hàng hóa lưu động, phát triển kinh doanh.

Chúng tôi cũng nhận thấy, trong 6 tháng, nợ vay ngắn hạn đã tăng lên gần 500 tỷ đồng, trong khi thời điểm đầu năm là gần như không có. Có lẽ vào một thời điểm chưa thể nói hết đúng sự việc.

Cuối cùng chúng tôi cho rằng, vay nợ của công ty sẽ tăng lên cùng với việc phát triển kinh doanh cũng như việc đầu tư dự án mới.

Cuối cùng Chúng tôi giả định rằng vốn Điều lệ của công ty sẽ không tăng trong 5 tới. Với quy mô 3.800 tỷ đồng, chúng tôi cho rằng đủ lớn để công ty có thể mở rộng sản xuất kinh doanh vào các dự án cốt lõi trong chiến lược phát triển.

Kết quả định giá:

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF.

Chúng tôi tính toán chi phí sử dụng vốn của DPM dựa trên các dữ liệu về Trái phiếu chính phủ dài hạn có tỷ lệ lãi suất là 9,75%, Hệ số Beta của DPM là 1,12. Thuế suất thuế thu nhập là 15%. Chúng tôi có được chi phí sử dụng vốn ở mức 14,60%.

Bảng 24 - Chi phí sử dụng vốn bình quân

	Lãi suất	Lãi suất sau thuế	Giá trị vốn hóa	% vốn	Gia quyền
Trái phiếu dài hạn	11.00%	10.18%	12,318,360	0.07%	0.01%
Cổ phiếu ưu đãi	0.00%	0.00%	0	0.00%	0.00%
Cổ phiếu thường	15.35%	15.35%	19,000,000,000	99.93%	15.34%
WACC			19,012,318,360	100.00%	15.35%

Kết quả của phương pháp đưa ra giá trị mỗi cổ phần DPM ở mức 78,62 ngàn đồng.

Bảng 25 – Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền
Công ty cổ phần phân bón và hóa chất dầu khí- DPM

Chi phí sử dụng vốn - WACC	15.35%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2013E	5.00%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2013E	10,782,645,259
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2013E	18,161,734,682
Tiền và các khoản tương đương tiền	942,714,032
Giá trị Công ty	29,887,093,973
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	12,318,360
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	29,874,775,613
Khối lượng CP đang lưu hành	380,000,000
Giá ('000/cp)	78.62

Phương pháp hệ số PE.

Hai công ty so sánh trong nước hiện có chỉ số PE ở mức rất cao (EPS lũy kế 4 quý gần nhất), Chúng tôi tin rằng nếu lấy theo mức trung bình ngành của các công ty trong nước sẽ phản ánh giá trị của DPM không chính xác.

Lựa chọn một số công ty sản xuất phân bón trong khu vực là Trung Quốc và Ấn độ, Chúng tôi thấy PE của các công ty này cũng biến động mạnh. Một số mẫu cho kết quả trung bình PE khoảng 34.

Cuối cùng chúng tôi sử dụng PE của DPM ở mức 20, Chúng tôi tin rằng mức PE này phản ánh đúng thực lực của DPM trong xu hướng phát triển.

Bảng 26 – So sánh một số công ty nước ngoài cùng lĩnh vực hoạt động

Công ty	Quốc Gia	Vốn hóa TT	Doanh thu	Giá	EPS	PE
QINGHAI SALT	T. Quốc	40,327,081,984	4,355,952,528	52.54	2.14	25
LIER CHEMICAL	T. Quốc	5,474,086,912	446,112,952	40.56	0.82	49
HEBEI CANGZHOU	T. Quốc	5,360,384,000	1,739,267,456	20.67	0.27	77
JIANGSU CHENG	T. Quốc	5,061,931,008	3,038,115,776	7.77	0.18	44
CHONGQING MINF	Ấn độ	4,798,766,080	2,069,932,608	15.4	0.96	16
SICHUAN MEIFEN	T. Quốc	4,743,480,832	4,213,738,752	9.49	0.44	22
NATL FERTILIZERS	Ấn độ	24,357,199,872	51,271,000,064	49.65	1.99	25
RASHTRIYA CHEMS	Ấn độ	35,859,718,144	83,659,800,576	65	3.84	17
Trung bình						34
Đạm Phú Mỹ	Việt Nam	18,192,000,000	7,492,384,796	48.00	2.71	18
Phân bón Hóa Sinh	Việt Nam	118,627,080	901,000,000	11.80	0.11	107
Nông Sản Cần Thơ	Việt Nam	322,541,102	2,722,277	38.30	0.61	63
Trung bình						62.5

(Nguồn: Bloomberg, TSC tổng hợp)

Kết quả của Phương pháp cho ra giá trị cổ phần của DPM ở mức 71,9 ngàn đồng.

Kịch bản 2.

Trong **Kịch bản 2**, Chúng tôi giữ nguyên các giả định như trong **Kịch bản 1** ngoại trừ giả định về giá khí nguyên liệu. Chúng tôi thay đổi giá mua khí nguyên liệu từ 2,2 USD lên 3,6USD/MMBTU đối với 50% tổng lượng khí nguyên liệu cần sử dụng mỗi năm.

Điều này đồng nghĩa với việc các yếu tố về giá vốn hàng bán thay đổi. Tuy nhiên như đã trình bày, chúng tôi cũng sẽ không thay đổi giá bán trong trường hợp này.

Tỷ trọng các yếu tố chi phí sản xuất sẽ thay đổi, chúng tôi nhận thấy chi phí nguyên liệu tăng lên mạnh, điều này là tất yếu. Chi phí giá vốn hàng bán cũng vì vậy thay đổi tăng lên.

Bảng 27 - Tỷ trọng các yếu tố chi phí sản xuất

Năm	2009	2010	2011	2012	2013
Chi phí nguyên liệu	38%	60%	64%	62%	63%
Chi phí Khấu hao	49%	24%	17%	18%	15%
Chi phí Lao động	5%	7%	8%	9%	10%
Chi phí khác	7%	9%	11%	11%	13%

(Nguồn: TSC tổng hợp và dự báo)

Bảng 28 - Kết quả định giá:

	Giá trị mỗi cổ phần DPM
Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền	75.98
Theo phương pháp so sánh PB	36.58
Theo phương pháp so sánh PE	71.90

Kịch bản 3:

Trong phần này Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên các giả định khác như **Kịch bản 1** ngoại trừ phần giả định giá mua khí nguyên liệu tăng lên từ 2,2USD lên 3,66 USD/MMBTU.

Đối với việc tăng giá khí nguyên liệu lên mức 3,66, Chúng tôi cho rằng những “ưu đãi” gần như không còn với DPM, Chúng tôi cũng lo ngại giá khí nguyên liệu có thể tiếp tục tăng vào những thời điểm trong tương lai.

Khi giá nguyên liệu tăng, Chúng tôi đưa ra giả thiết phản ứng tương tự của DPM là sẽ thay đổi giá bán theo tỷ lệ tác động khi giá mua khí nguyên liệu tăng lên. Cũng lưu ý rằng, lúc này “nghĩa vụ” bình ổn thị trường phân bón của DPM sẽ giảm xuống.

Bảng 29 - Tỷ trọng các yếu tố chi phí sản xuất

Năm	2009	2010	2011	2012	2013
Chi phí nguyên liệu	38%	65%	69%	67%	68%
Chi phí Khấu hao	49%	21%	15%	16%	13%
Chi phí Lao động	5%	6%	7%	8%	9%
Chi phí khác	7%	8%	9%	10%	11%

(Nguồn: TSC tổng hợp và dự báo)

Bảng 30 - Kết quả định giá

	Giá trị mỗi cổ phần DPM
Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền	81.41
Theo phương pháp so sánh PB	37.89
Theo phương pháp so sánh PE	71.90

Tóm tắt kết quả định giá theo các kịch bản

Với 3 Kịch bản giả định, kết quả đưa ra là giá trị của mỗi cổ phần DPM nằm trong khoảng từ 81 đến 76 ngàn đồng theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do. Chúng tôi cho rằng trong trường hợp của DPM phương pháp chiết khấu dòng tiền cho ra kết quả xác thực hơn và vì vậy Chúng tôi tin giá trị cổ phần của DPM đang được thị trường đánh giá thấp.

Phương pháp	Giá trị mỗi cổ phần DPM		
	Kịch bản 1	Kịch bản 2	Kịch bản 3
Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền	78.62	75.98	81.41
Theo phương pháp so sánh PB	37.89	37.89	37.89
Theo phương pháp so sánh PE	71.90	71.90	71.90

Phần IV: Kết luận và khuyến nghị

- Tổng Công ty Cổ phần Đạm Phú Mỹ sẽ tiếp tục phát triển thành nhà sản xuất và kinh doanh urea hàng đầu tại Việt Nam. Quy mô và năng lực tài chính đảm bảo cho sự hoạt động hiệu quả, bất chấp những cạnh tranh trên thị trường trong một vài năm tới.
- Sản lượng sản xuất sau năm 2011 đạt 800 ngàn tấn, hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu phân bón đang dần mang lại những hiệu quả và quan trọng hơn là những kinh nghiệm trong quá trình hoạt động sẽ đưa DPM phát triển lên mức cao hơn.
- Các dự án đầu tư sản xuất mới tiếp tục được thực hiện trong một vài năm tới, kể cả các dự án đầu tư ra nước ngoài sẽ nâng vị thế của DPM lên tầm khu vực.
- Chúng tôi cho rằng, vai trò bình ổn giá thị trường phân bón trong nước tiếp tục được DPM thực hiện. Chừng nào những thay đổi về giá khí nguyên liệu gây ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của Công ty, vai trò bình ổn chắc chắn sẽ phải giảm xuống, vận hành theo cơ chế thị trường là điều tất yếu.
- Cổ phiếu của DPM nên được xem như những cơ hội đầu tư giá trị. Các nhà đầu tư dài hạn nên gia tăng tỷ trọng cổ phiếu này trong danh mục của mình

Phụ lục1: Dự báo kết quả kinh doanh theo Kịch bản 1

Kết quả kinh doanh	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Doanh thu thuần	3,779,037,911	6,475,367,779	6,815,671,671	8,419,300,384	9,065,603,558	9,922,302,631	10,820,598,222

Company Report: Tổng Công Ty Cổ Phần Phân bón và Hóa chất Dầu khí - DPM

Giá vốn hàng bán	-2,298,180,813	-4,624,124,348	-4,675,789,890	-4,513,379,573	-4,923,035,635	-5,177,414,102	-5,802,594,973
Lợi nhuận gộp	1,480,857,098	1,851,243,431	2,139,881,781	3,905,920,812	4,142,567,923	4,744,888,529	5,018,003,249
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	39.19%	28.59%	31.40%	46.39%	45.70%	47.82%	46.37%
Thu nhập khác	8,883,335	6,754,446	6,754,446	6,754,446	6,754,446	6,754,446	6,754,446
Chi phí bán hàng	-86,628,399	-224,595,495	-272,626,867	-336,772,015	-362,624,142	-396,892,105	-432,823,929
Chi phí QLDN	-127,278,805	-221,330,110	-306,705,225	-378,868,517	-407,952,160	-446,503,618	-486,926,920
Chi phí hoạt động khác	1,267,546	746,247	1,006,897	1,006,897	1,006,897	1,006,897	1,006,897
EBIT	1,274,565,683	1,411,326,025	1,566,297,239	3,196,027,828	3,377,739,170	3,907,240,355	4,103,999,949
Thu tài chính	140,533,203	143,126,642	150,282,974	75,141,487	78,898,561	82,843,489	86,985,664
Chi tài chính	85,415,504	53,579,753	13,009,015	51,018,030	51,018,030	51,018,030	51,018,030
Thu nhập tài chính ròng	55,117,699	89,546,889	137,273,959	24,123,458	27,880,532	31,825,460	35,967,634
Lợi nhuận trước thuế	1,329,683,382	1,500,872,914	1,703,571,198	3,220,151,286	3,405,619,702	3,939,065,815	4,139,967,584
<i>Thuế thu nhập</i>	202,822	115,580,995	127,767,840	241,511,346	255,421,478	295,429,936	310,497,569
Lợi nhuận sau thuế	1,329,480,560	1,385,291,919	1,575,803,358	2,978,639,940	3,150,198,224	3,643,635,879	3,829,470,015

Phụ lục2: Dự báo kết quả kinh doanh theo Kịch bản 2.

Kết quả kinh doanh	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Doanh thu thuần	3,779,037,911	6,475,367,779	6,815,671,671	8,419,300,384	9,065,603,558	9,922,302,631	10,820,598,222
Giá vốn hàng bán	-2,298,180,813	-4,624,124,348	-4,675,789,890	-4,783,248,197	-5,192,904,259	-5,556,854,713	-6,135,857,911
Lợi nhuận gộp	1,480,857,098	1,851,243,431	2,139,881,781	3,636,052,187	3,872,699,298	4,365,447,918	4,684,740,311
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	39.19%	28.59%	31.40%	43.19%	42.72%	44.00%	43.29%
Thu nhập khác	8,883,335	6,754,446	6,754,446	6,754,446	6,754,446	6,754,446	6,754,446
Chi phí bán hàng	-86,628,399	-224,595,495	-272,626,867	-336,772,015	-362,624,142	-396,892,105	-432,823,929
Chi phí QLDN	-127,278,805	-221,330,110	-306,705,225	-378,868,517	-407,952,160	-446,503,618	-486,926,920
Chi phí hoạt động khác	1,267,546	746,247	1,006,897	1,006,897	1,006,897	1,006,897	1,006,897
EBIT	1,274,565,683	1,411,326,025	1,566,297,239	2,926,159,204	3,107,870,545	3,527,799,744	3,770,737,012
Thu tài chính	140,533,203	143,126,642	150,282,974	75,141,487	78,898,561	82,843,489	86,985,664
Chi tài chính	85,415,504	53,579,753	13,009,015	51,018,030	51,018,030	51,018,030	51,018,030
Thu nhập tài chính ròng	55,117,699	89,546,889	137,273,959	24,123,458	27,880,532	31,825,460	35,967,634
Lợi nhuận trước thuế	1,329,683,382	1,500,872,914	1,703,571,198	2,950,282,662	3,135,751,077	3,559,625,204	3,806,704,646
<i>Thuế thu nhập</i>	202,822	115,580,995	127,767,840	221,271,200	235,181,331	266,971,890	285,502,848
Lợi nhuận sau thuế	1,329,480,560	1,385,291,919	1,575,803,358	2,729,011,462	2,900,569,746	3,292,653,314	3,521,201,798

Phụ lục3: Dự báo kết quả kinh doanh theo Kịch bản 3.

Kết quả kinh doanh	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Doanh thu thuần	3,779,037,911	6,475,367,779	6,815,671,671	8,992,861,334	9,667,842,555	10,613,673,000	11,546,537,109
Giá vốn hàng bán	-2,298,180,813	-4,624,124,348	-4,675,789,890	-5,053,116,821	-5,462,772,884	-5,851,911,076	-6,439,881,759
Lợi nhuận gộp	1,480,857,098	1,851,243,431	2,139,881,781	3,939,744,513	4,205,069,671	4,761,761,924	5,106,655,350
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	39.19%	28.59%	31.40%	43.81%	43.50%	44.86%	44.23%
Thu nhập khác	8,883,335	6,754,446	6,754,446	6,754,446	6,754,446	6,754,446	6,754,446
Chi phí bán hàng	-86,628,399	-224,595,495	-272,626,867	-359,714,453	-386,713,702	-424,546,920	-461,861,484
Chi phí QLDN	-127,278,805	-221,330,110	-306,705,225	-404,678,760	-435,052,915	-477,615,285	-519,594,170
Chi phí hoạt động khác	1,267,546	746,247	1,006,897	1,006,897	1,006,897	1,006,897	1,006,897
EBIT	1,274,565,683	1,411,326,025	1,566,297,239	3,181,098,849	3,389,050,604	3,865,347,269	4,130,947,245
Thu tài chính	140,533,203	143,126,642	150,282,974	75,141,487	78,898,561	82,843,489	86,985,664
Chi tài chính	85,415,504	53,579,753	13,009,015	51,018,030	51,018,030	51,018,030	51,018,030
Thu nhập tài chính ròng	55,117,699	89,546,889	137,273,959	24,123,458	27,880,532	31,825,460	35,967,634
Lợi nhuận trước thuế	1,329,683,382	1,500,872,914	1,703,571,198	3,205,222,306	3,416,931,135	3,897,172,729	4,166,914,880
<i>Thuế thu nhập</i>	202,822	115,580,995	127,767,840	240,391,673	256,269,835	292,287,955	312,518,616
Lợi nhuận sau thuế	1,329,480,560	1,385,291,919	1,575,803,358	2,964,830,633	3,160,661,300	3,604,884,774	3,854,396,264



Khuyến cáo: Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thang Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thang Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thang Long 2009, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thang Long.

Mức Khuyến Nghị

Mua Mạnh (5 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Mua (4 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 10% - 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Giữ (3 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 0% - 10% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán (2 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ (-15%) - 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán Mạnh (1 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn (-15%) so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Tác giả: Chu Thế Huỳnh

Email: Chuhuynh@thanglongsc.com.vn

Sản Phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Phân tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thang Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm sau đây:

Thang Long Express

- Technical View
- Overnight Update
- Company Reports
- Industry Reports

Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook

Trụ sở chính:

Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

Chi nhánh:

Tầng 2, Tòa nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM
Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153.

Phòng GD:

- 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội
Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.
- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.
- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu Tư: TS. Nguyễn Trọng Nghĩa

Hà nội Office: Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Chu Thế Huỳnh, Tô Đức Hải, Tổng Duy Sơn

Hồ Chí Minh Office: Hồ Ngọc Bạch, Lê Hoàng Tân, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyễn Có, Nguyễn Hoài An.