



DPM – Tổng Công ty cổ phần Phân đạm và Hóa chất Dầu khí
Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **37.514 VNĐ/ cổ phiếu**.

TIÊU ĐIỂM

- **Khấu hao giảm mạnh từ năm 2010:** Trong năm 2010, chi phí khấu hao của DPM giảm từ trên 1.000 tỉ năm 2009 xuống còn khoảng 700 tỉ trong năm 2010. Từ năm 2011 chi phí khấu hao dự kiến chỉ còn 160 tỉ/năm. Điều này tác động đến lợi nhuận của DPM từ năm 2010 trở đi do chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu giá vốn của DPM trong các năm qua.
- **Giá khí đầu vào tăng trong năm 2010:** Năm 2010, giá khí đầu vào cung cấp cho DPM tăng lên 2,98 USD/MMBTU từ 1/4/2010 và tiếp tục tăng lên ở mức giá 3,55 USD/MM BTU. Điều này tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của đơn vị do giá khí đầu vào chiếm khoảng 32-34% giá thành sản xuất đạm Urê trong giai đoạn trước đây và sẽ tăng mạnh từ năm 2010 khi giá khí đầu vào tăng và chi phí khấu hao giảm mạnh.
- **Hoạt động kinh doanh ổn định:** Trong những năm gần đây DPM đã hoạt động hết công suất đem lại hiệu quả trong hoạt động. Lượng tiền mặt lớn giúp đơn vị đảm bảo vốn kinh doanh và giảm thiểu các rủi ro tài chính. Tuy nhiên có một số lo ngại của nhà đầu tư về việc DPM có thể sẽ mua lại nhà máy Đạm Cà Mau đang trong giai đoạn xây dựng.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu DPM vào khoảng 37.514 VNĐ/ cổ phiếu.** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng 4 phương pháp định giá chính (FCFE, FCFF, P/E và P/B). Mức giá trên tương đương với mức P/E dự kiến khoảng 8,03 lần cho năm 2010. Đây là mức PE khá hấp dẫn trên thị trường chứng khoán Việt Nam cũng như khu vực.
- **Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua DPM trong vùng giá dưới 32.000 VNĐ/cổ phần. Đây là vùng giá thích hợp cho các nhà đầu tư thực hiện các chiến lược đầu tư của mình.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá kỳ vọng:	37.514
Giá giao dịch (18/05/2010):	29.200
Cao nhất 52 tuần:	50.430
Thấp nhất 52 tuần:	27.800

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HSX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	380.000.000
Vốn hóa (tỷ VNĐ):	11.628
EPS 2009 (VNĐ)	3.548

THÔNG TIN SỞ HỮU

PVN	61,37%
Cổ đông khác	38,63%

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

	2007	2008	YoY	2009	YoY	Q1/2010*	QoQ
Doanh thu thuần (tr đồng)	3.803.912	6.493.484	70,7%	6.673.931	2,7%	1.153.383	-41,4%
Lợi nhuận sau thuế (tr đồng)	1.329.480	1.383.880	4,0%	1.348.304	-2,5%	443.351	31,9%
Tổng tài sản (tr đồng)	5.738.547	5.192.372	-9,5%	6.147.332	18,4%	6.710.601	5,6%
Vốn chủ sở hữu (tr đồng)	3.800.000	3.800.000	0%	3.800.000	0%	3.800.000	0%
ROA	23,17%	26,68%	-	21,28%	-	6,61%	-
ROE	30,37%	29,35%	-	24,41%	-	7,53%	-
EPS (VNĐ)	3.499	3.646	4,2%	3.556	-2,4%	1.167	31,9%

LÝ DO ĐẦU TƯ VÀO DPM

Hoạt động kinh doanh ổn định: Công ty có sản lượng sản xuất Urê ổn định với công suất hoạt động tối đa từ năm 2007. Cùng với việc mở rộng sản xuất từ 740.000 tấn/năm lên 800.000 tấn/năm urê viên và 400.000 tấn NPK trong tương lai đảm bảo hoạt động kinh doanh chính của đơn vị ổn định.

Thị phần dẫn đầu thị trường: DPM là Công ty xuất phân Urê lớn nhất Việt Nam với sản lượng sản xuất 740.000 tấn/năm và sản lượng nhập khẩu khoảng 230.000 tấn/năm chiếm khoảng 50% - 55% thị phần Việt Nam trong các năm qua và tiếp tục chiếm khoảng 50% thị phần trong năm 2010 - 2011. Trong thời gian tới thị phần của Công ty sẽ tiếp tục ổn định khi các giai đoạn mở rộng công suất của nhà máy Đạm Phú Mỹ đi vào hoạt động. Ngoài việc nắm giữ thị phần chính về Urê, DPM cũng đang mở rộng thị phần thông qua việc phân phối các sản phẩm phân bón nhập khẩu với sản lượng tiêu thụ dự kiến lên tới 1 triệu tấn vào năm 2015 và sẽ chiếm khoảng 50-60% thị phần Urê cả nước. Ngoài sản xuất và phân phối Urê, DPM cũng sản xuất NPK với sản lượng 400.000 tấn/năm, nhập khẩu đạm SA với sản lượng 140.000 tấn/năm chiếm khoảng 20% thị phần cả nước, sản xuất và phân phối sản phẩm DAP với thị phần 30% thị trường. DPM có hệ thống phân phối rộng khắp cả nước với 42 cửa hàng trực thuộc, 58 đại lý cấp 1 và hơn 3.650 cửa hàng phân phối trực tiếp sản phẩm.

Tiềm lực tài chính vững mạnh: DPM có hoạt động kinh doanh ổn định, nguồn tiền từ hoạt động kinh doanh lớn với lượng tiền mặt và tương đương tương thường xuyên gần 3.000 tỉ đồng đã giúp công ty đảm bảo nguồn vốn phục vụ các dự án đầu tư phát triển sản xuất, các dự án mở rộng kinh doanh cũng như đem lại thu nhập từ việc sử dụng và quản lý nguồn tiền nhàn rỗi, giảm thiểu các rủi ro về chi phí lãi vay.

Giá khí đầu vào được ưu đãi so với thị trường: Trong năm 2010 giá khí đầu vào của DPM mặc dù tăng lên 3,55 USD/MMBTU từ tháng 4, tuy nhiên mức giá này vẫn thấp hơn mức giá đang giao dịch trên thị trường ở mức gần 5,407 USD/MMBTU. Thêm vào đó nhà máy đạm Cà Mau sẽ do DPM quản lý vận hành và phân phối, vì vậy các rủi ro về cạnh tranh lẫn nhau giữa DPM và Đạm Cà Mau sẽ được giảm thiểu tối đa, tạo điều kiện thuận lợi cho cả 2 đơn vị cùng phát triển.

Khấu hao thiết bị gần hết: Hàng năm khấu hao tài sản của DPM lên tới hơn 1.000 tỉ đồng và chiếm gần 50% giá vốn hàng bán. Theo tính toán của chúng tôi, đến hết năm 2010 thì khấu hao của DPM sẽ cơ bản hết, từ năm 2011 giá thành sản xuất của DPM sẽ giảm mạnh do việc chi phí khấu hao giảm mạnh về khoảng 160 tỉ đồng/năm.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về cạnh tranh: DPM sẽ gặp phải sự cạnh tranh của các dự án mới như nhà máy đạm Ninh Bình công suất 560.000 tấn/năm và nhà máy Đạm Hà Bắc mở rộng với công suất 500.000 tấn/năm từ năm 2011 và cùng với hàng triệu tấn Urê nhập khẩu trong tương lai. Vvây với thị trường tiêu thụ ước khoảng từ 2,5-3 triệu tấn Urê/năm thì sản lượng sản xuất và nhập khẩu vào khoảng năm 2011 sẽ dư cung dẫn tới gia tăng sự cạnh tranh giữa các đơn vị trong ngành.

Rủi ro về giá nguyên liệu đầu vào: Công nghệ sản xuất Urê của DPM sử dụng nguyên liệu chính là khí tự nhiên. Vì vậy, giá khí đầu vào biến động sẽ tác động rất lớn đến hiệu quả hoạt động của đơn vị. Giá khí đầu vào hiện nay chiếm khoảng 34% trong tổng chi phí giá thành sản xuất của DPM. Khi giá khí tăng lên sẽ tác động mạnh tới giá thành sản phẩm, từ đó tác động mạnh tới lợi nhuận của đơn vị.

Rủi ro về định hướng phát triển: Trong thời gian vừa qua chúng ta đã thấy định hướng phát triển của DPM gặp khó khăn do chưa có chiến lược phát triển, mở rộng hoạt động phù hợp. Hoạt động kinh doanh thuần túy ổn định, nhà máy đi vào hoạt động hết công suất, lượng tiền mặt lớn nhưng chưa có phương án đầu tư, mở rộng sản xuất hiệu quả với đơn vị.

ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DPM

Hoạt động kinh doanh đạm Urê ổn định

Trong năm 2009, doanh thu của DPM đạt 6.638 tỉ đồng trong đó doanh thu từ sản xuất đạm Urê, Amoniac dư, điện dư và các sản phẩm khác trong 4.054 tỉ đồng, chi phí sản xuất Urê là 2.110 tỉ đồng. Riêng hoạt động sản xuất Urê trong nước đem lại lợi nhuận gộp đạt 1.935 tỉ đồng. Mức lợi nhuận từ việc sản xuất trong nước trong năm 2009 giảm 33% so với năm 2008. Năm 2008, lợi nhuận từ việc sản xuất của công ty đạt 2.893 tỉ đồng.

Hoạt động kinh doanh phân đạm nhập khẩu đem lại doanh thu, lợi nhuận tăng mạnh so với năm 2008.

Trong năm 2009, doanh thu từ việc kinh doanh sản phẩm phân đạm nhập khẩu đạt 2.583 tỉ đồng, giá vốn của hàng nhập 2.533 tỉ đồng, lợi nhuận đạt 50 tỉ đồng. Lợi nhuận năm 2009 tăng mạnh chủ yếu nhờ công ty hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng nhập khẩu của năm 2008. Trong năm 2008, kinh doanh phân đạm nhập khẩu của DPM đã lỗ 1.008 tỉ đồng do DPM phải lập dự phòng giảm giá hàng mua tới 633 tỉ đồng và giá phân giảm mạnh do khủng hoảng kinh tế.

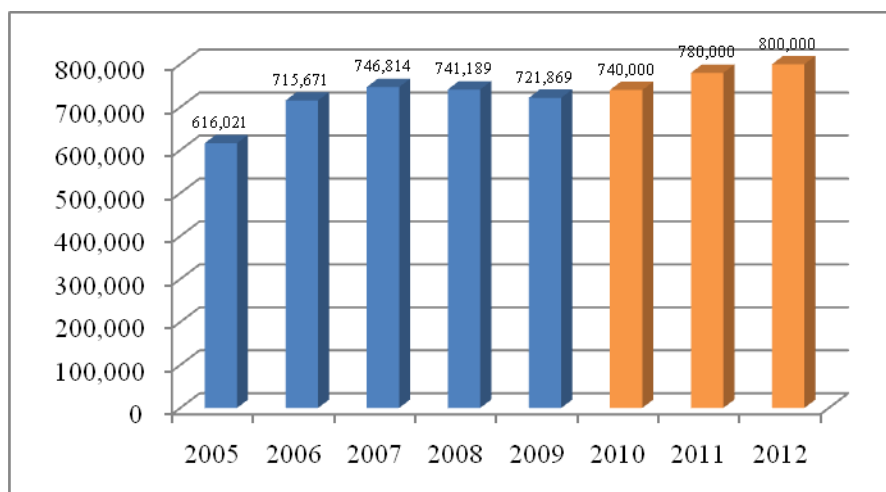
Trong cơ cấu doanh thu của đơn vị, các sản phẩm như Amoniac dư, điện dư, kinh doanh bao bì và một số sản phẩm khác vẫn tương đối ổn định qua các năm. Lợi nhuận từ các sản phẩm này đem lại không nhiều trong tổng cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của đơn vị. Nguyên nhân chủ yếu do

Amoniac và điện DPM sản xuất ra chủ yếu để phục vụ cho hoạt động của đơn vị, vì vậy lượng sản phẩm thừa tiêu thụ ra bên ngoài không nhiều, lợi nhuận của việc sản xuất Amoniac, điện, bao bì,... đã ẩn trong lợi nhuận sản xuất đạm.

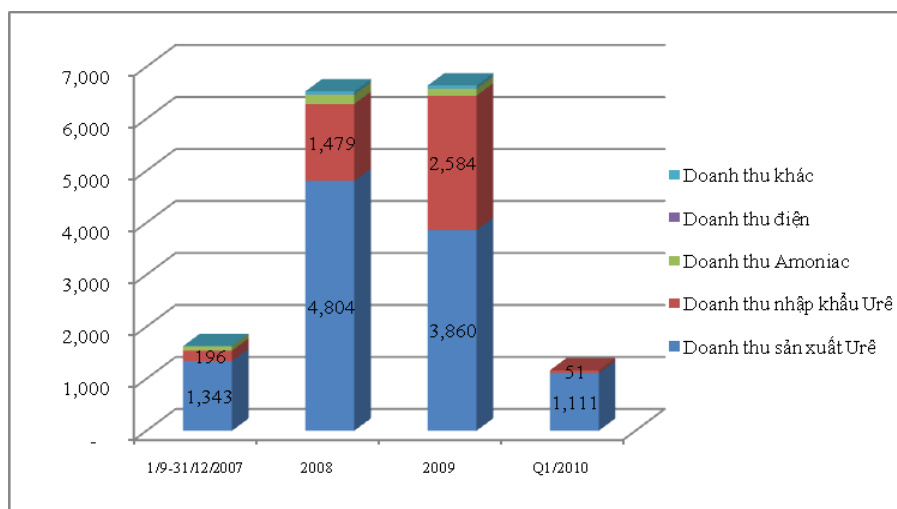
Một nguyên nhân quan trọng làm giảm doanh thu từ hoạt động kinh doanh Urê sản xuất trong nước đến từ việc giá bán phân urê đã giảm mạnh trong năm 2008. Trong khi doanh thu từ hoạt động nhập khẩu Urê năm 2009 tăng mạnh chủ yếu đến từ việc hoàn nhập dự phòng giảm giá urê nhập khẩu trong năm 2008.

Vì vậy, với việc giá phân bán ra phục hồi và việc nhập khẩu phân thận trọng trong năm 2010, chúng tôi đánh giá lợi nhuận từ hoạt động sản xuất Urê trong nước sẽ tăng trưởng mạnh trở lại. Cũng như lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh phân bón nhập khẩu sẽ đảm bảo có lãi.

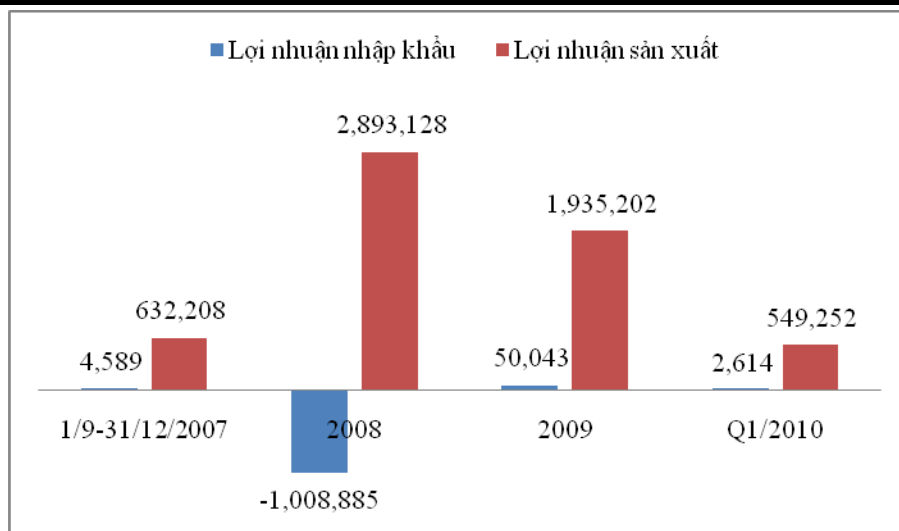
Biểu đồ 1: Tiêu thụ sản phẩm Urê sản xuất trong nước



Biểu đồ 2: Doanh thu tiêu thụ sản phẩm (tỷ đồng)



Nguồn: DPM, PSI dự báo



Nguồn: DPM, PSI dự báo

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG ĐẠM URÊ VÀ PHÂN BÓN

Năm 2009 – Cung nhiều hơn cầu

Theo ước tính, lượng phân bón cung cấp cho thị trường năm 2009 lên tới 9 triệu tấn (bao gồm: 2,38 triệu tấn từ sản xuất trong nước; 4,5 triệu tấn nhập khẩu và 2 triệu tấn tồn kho của năm 2008). Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2009 chỉ vào khoảng từ 8 – 8,5 triệu tấn. Do đó, có thể thấy nguồn cung phân bón cho sản xuất nông nghiệp năm 2009 và những tháng đầu năm 2010 là khá dồi dào.

Biểu đồ 6: Chứng loại phân bón nhập khẩu năm 2009

Thị trường	Năm 2009				Năm 2009 so với 2008			
	Lượng (tấn)	%	Giá trị (USD)	%	Đơn giá bình quân (USD/tấn)	% lượng	% trị giá	% đơn giá
Phân Urê	1,425,565	31.5%	416,782	29.5%	0.29	101.7%	45.5%	-27.8%
Phân NPK	334,615	7.4%	132,273	9.3%	0.40	96.3%	33.7%	-31.9%
Phân DAP	980,622	21.7%	374,332	26.5%	0.38	126.1%	-1.3%	-56.3%
Phân SA	1,166,365	25.8%	156,041	11.0%	0.13	61.5%	-15.3%	-47.6%
Loại khác	481,772	10.7%	278,824	19.7%	0.58	-51.9%	-46.8%	10.6%
Tổng	4,518,932	100.00%	1,414,920	100.0%	0.31	48.9%	-3.9%	-35.5%

Nguồn: <http://tinhuongmai.vn>

Năm 2009, cơ cấu nhập khẩu phân bón của Việt Nam đã có sự thay đổi rõ rệt so với năm 2008. Nhập khẩu một số chủng loại như: Urê, DAP, SA, NPK đều tăng mạnh, trong khi đó lượng Kali nhập về lại sụt giảm.

Trong năm 2009, có tất cả 15 thị trường cung cấp phân bón tới Việt Nam. Với lợi thế giá rẻ, lại thuận lợi về mặt địa lý nên Trung Quốc vẫn là nhà cung cấp phân bón hàng đầu của nước ta. Tỷ trọng nhập khẩu phân bón từ Trung Quốc chiếm 51% tổng lượng nhập, bỏ khá xa so với nhà cung cấp lớn thứ hai là Nga với tỷ trọng chiếm 10,26% tổng nhập.

Trung Quốc hiện là nhà cung cấp duy nhất có lượng phân bón xuất khẩu tới Việt Nam đạt trên 1 triệu tấn mỗi năm. Trong năm 2009, lượng phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc đạt 1,95 triệu tấn, tăng 29,44% so với năm 2008.

Biểu đồ 7: Các thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam năm 2009

Thị trường	Năm 2009				Năm 2009 so với 2008			
	Lượng (tấn)	%	Giá trị (USD)	%	Đơn giá bình quân (USD/tấn)	% lượng	% trị giá	% đơn giá
Trung Quốc	1,951,305	50.7%	596,026	51.7%	0.31	29.4%	-17.2%	-36.0%
Nga	394,840	10.3%	110,201	9.6%	0.28	14.1%	-29.4%	-38.2%
Hàn Quốc	355,073	9.2%	72,904	6.3%	0.21	119.7%	-7.8%	-58.0%
Philippines	294,260	7.6%	115,085	10.0%	0.39	265.4%	152.6%	-30.9%
Nhật Bản	191,137	5.0%	25,746	2.2%	0.13	-4.1%	-53.3%	-51.3%
Ukraina	189,306	4.9%	55,137	4.8%	0.29	12520.4%	9325.1%	-25.3%
Mỹ	154,712	4.0%	62,033	5.4%	0.40	13850.6%	2087.3%	-84.3%
Đài Loan	130,159	3.4%	21,442	1.9%	0.16	27.2%	-28.1%	-43.5%
Canada	101,755	2.6%	60,847	5.3%	0.60	-26.5%	-23.2%	4.6%
Ấn Độ	40,742	1.1%	17,542	1.5%	0.43	133.1%	86.2%	-20.1%
Thái Lan	22,252	0.6%	6,125	0.5%	0.28	235.4%	74.7%	-47.9%
Malaysia	16,147	0.4%	5,302	0.5%	0.33	-7.2%	-31.8%	-26.5%
Bỉ	3,233	0.1%	2,391	0.2%	0.74	-55.7%	-51.0%	10.6%
Nauy	2,789	0.1%	1,268	0.1%	0.45	-87.4%	-92.3%	-38.6%
Singapore	-	0.0%	-	0.0%	-	-100.0%	-100.0%	-100.0%
Tổng	3,847,710	100.0%	1,152,049	100.0%	0.30	44.6%	-7.1%	-35.7%

Nguồn: <http://tinthuonngmai.vn>

Năm 2010 – Dự kiến giá phân bón tăng trở lại

Về nhu cầu tiêu thụ phân bón của nước ta trong năm 2010, dự báo sẽ không có nhiều biến động nhiều so với năm 2009, nhu cầu vào khoảng 8 đến 8,5 triệu tấn phân bón các loại. Trong đó, Urê cần khoảng 1,7 triệu tấn; NPK cần 2,5 – 3 triệu tấn; phân lân 1,7 triệu tấn; Kali 600 - 700 ngàn tấn; DAP cần 750 ngàn tấn và phân bón SA cần 750 ngàn tấn.

Trong đó, dự kiến sản xuất trong nước năm 2010 khoảng 950 ngàn tấn Urê, còn lại phải nhập khẩu 750 ngàn tấn, phân bón DAP dự kiến sản xuất được 330 ngàn tấn từ nhà máy DAP Hải Phòng còn lại phải nhập khẩu khoảng 420 ngàn tấn. Về phân chứa lân (supe lân, lân nung chảy) và phân hỗn hợp NPK, trong nước có khả năng sản xuất đáp ứng cơ bản nhu cầu. Riêng phân bón SA và Kali phải nhập khẩu hoàn toàn. Như vậy tổng lượng phân bón các loại cần phải nhập khẩu năm 2010 vào khoảng 3,3 triệu tấn.

Hiện tại Việt Nam 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. Tuy nhiên, thị trường phân bón Việt Nam hiện nay vẫn phụ thuộc chủ yếu vào nhập khẩu. Công nghiệp sản xuất phân bón nội địa Việt Nam mới chỉ đáp ứng được khoảng 50-60% nhu cầu về urê, 100% phân lân nung

chảy và NPK từ lân nung chảy. Các loại phân khác như SA, Kali... đang phải nhập khẩu 100%. Về thị trường, Trung Quốc là thị trường cung cấp phân bón chủ yếu của Việt Nam, chiếm trên 40% tổng kim ngạch nhập khẩu phân bón của Việt Nam. Do đó các chính sách điều tiết xuất nhập khẩu phân bón của Trung Quốc có tác động nhanh chóng và trực tiếp tới thị trường Việt Nam.

Lượng phân bón cung ứng trên thị trường cho vụ hè thu sắp tới tương đối ổn định, tuy nhiên giá phân bón có thể sẽ tăng trong thời gian tới. Cụ thể, trong tháng 4, cả nước sẽ sản xuất và nhập khẩu thêm khoảng 660.000 tấn phân Urê, 190.000 tấn phân kali, 250.000 tấn super lân và khoảng 130.000 tấn phân DAP... Lượng phân bón này dự báo sẽ đủ để cung ứng cho vụ hè thu.

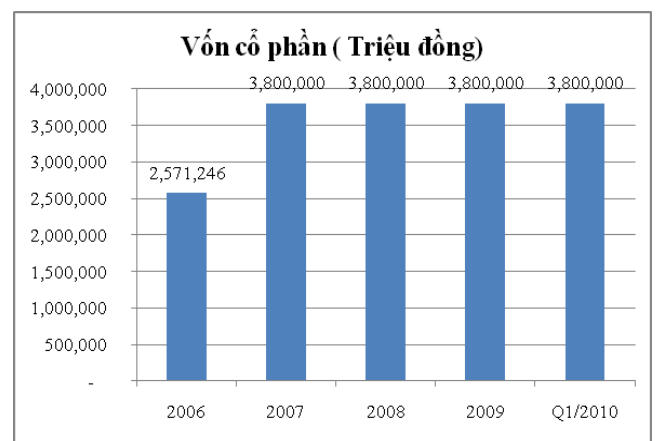
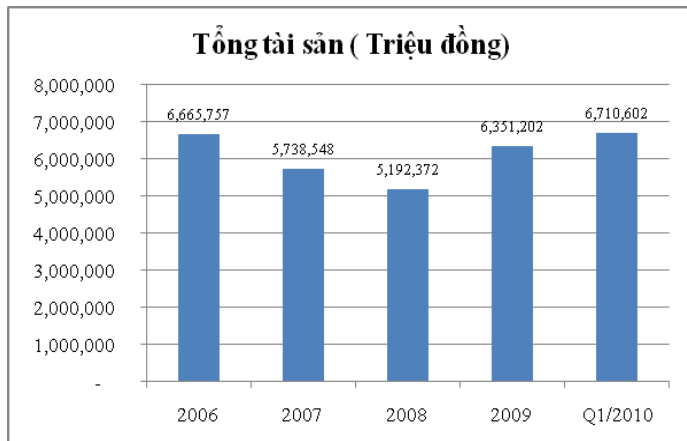
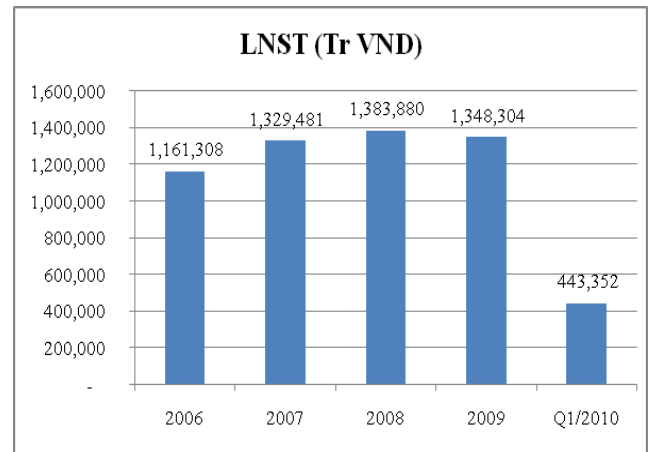
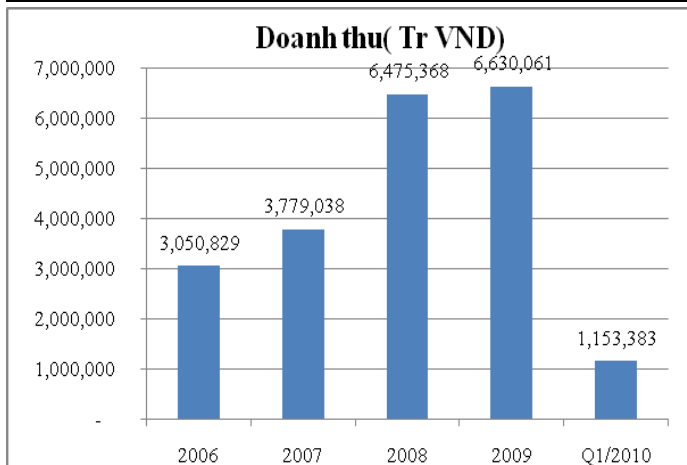
Dự kiến thị trường trong những năm tiếp theo

Hiện tại, nhu cầu trong nước về phân Urê vào khoảng 1,7 triệu tấn trong đó 2 nhà sản xuất chủ yếu trong nước là đạm Phú Mỹ và đạm Hà Bắc với công suất hàng năm vào khoảng 950.000 tấn/năm (công suất hiện tại chưa tính đến các dự án nâng cấp công suất của 2 nhà máy này trong năm 2010), tức đáp ứng được khoảng 56% nhu cầu của cả nước, các công ty còn lại cung cấp khoảng 4% nhu cầu còn lại là nhập khẩu. Trong năm 2011, đạm Phú Mỹ dự định nâng công suất lên 800.000 tấn/năm thông qua dự án thu hồi khí CO₂ để tái sản xuất, đạm Hà Bắc đang thực hiện dự án nâng công suất lên 500.000 tấn/năm (thực hiện từ 2009). Ngoài ra, hai dự án đạm Cà Mau (vốn đầu tư 900 triệu USD, công suất 800.000 tấn/năm) và đạm Ninh Bình (vốn đầu tư 11.000 tỷ đồng, công suất 560.000 tấn/năm) cũng đang được triển khai và sẽ đưa vào khai thác từ cuối 2011 đầu 2012. Dự báo đến 2012 tổng năng suất Urê cả nước ước đạt 2,8 triệu tấn/năm, vượt nhu cầu cả nước (ở vào khoảng 2 triệu tấn theo dự báo), sẽ gây áp lực xuất khẩu khá lớn lên các công ty sản xuất đạm.

ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

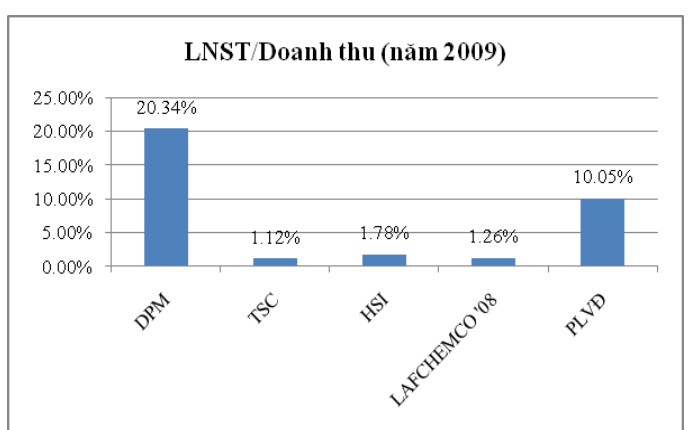
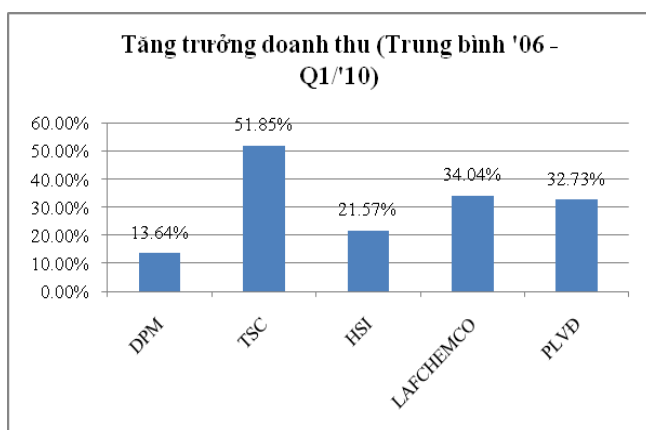
Tình hình tài chính của DPM ổn định nhờ doanh thu tăng mạnh trong năm 2008 cũng như từ sản lượng sản xuất, tiêu thụ của DPM từ năm 2008 trở đi. Mức tăng trưởng doanh thu trung bình cả thời kỳ 2006 – Q1/2010 vào khoảng 13,64%/năm. Lợi nhuận sau thuế cũng tăng trưởng và ổn định với mức tăng trưởng 18,92%/năm.

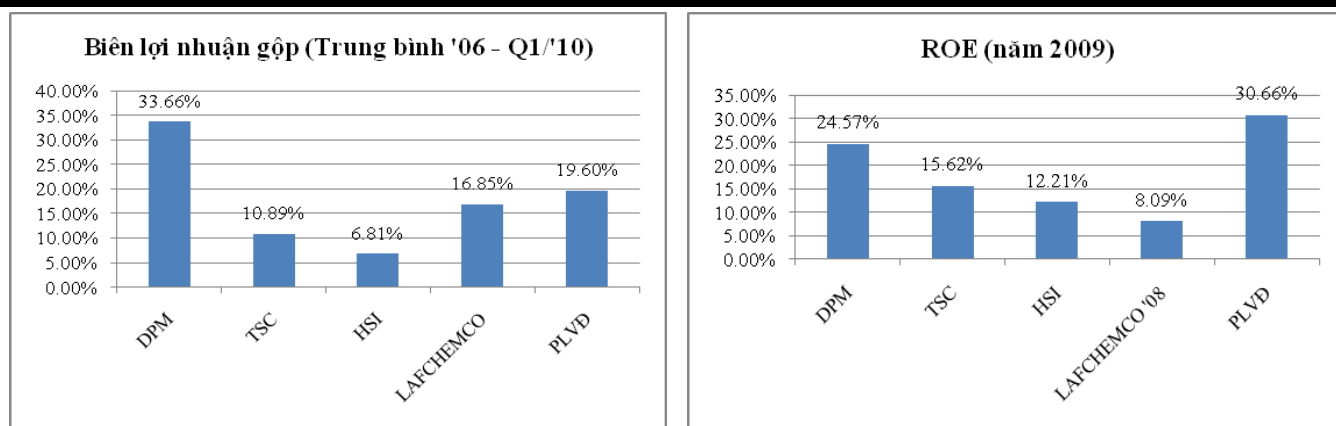
DPM cũng có nguồn tiền mặt lớn hàng năm. Lượng tiền mặt này thường xuyên ở mức khoảng gần 3.000 tỉ đồng giúp đơn vị không phải sử dụng nhiều vốn vay trong hoạt động kinh doanh, cũng như thu được hiệu quả từ hoạt động tài chính.



Nguồn: DPM, PSI tổng hợp

So sánh với một số đơn vị khác trong ngành phân bón tại Việt Nam thì DPM là đơn vị hoạt động hiệu quả nhất nhờ công nghệ sản xuất vượt trội, tiết kiệm chi phí sản xuất, kinh doanh. Mức biên lợi nhuận gộp của DPM đạt 33,66% trong giai đoạn 2006-2009 thể hiện rõ hiệu quả trong hoạt động, cao gấp đôi so với đơn vị thứ 2. LNST/Doanh thu của DPM cũng đạt 20,34% cao gấp 2 lần đơn vị đứng vị trí thứ 2 là phân lân Văn Điển.





Nguồn: PSI tổng hợp

MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Hiện nay, DPM đang có hàng loạt dự án đầu tư nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh. Trong năm 2009, Tổng công ty triển khai 24 dự án lớn với vốn giải ngân hơn 950 tỉ đồng, và trong năm 2010 sẽ tiếp tục giải ngân hơn 2.000 tỉ đồng cho các dự án.

Tên dự án	Công suất (Tấn)	Thời gian Hoàn thành
Dự án thu hồi khí CO2 nâng công suất nhà máy sản xuất Urê lên 800.000 tấn/năm	60.000	2010
Sản xuất NPK	400.000	2014
Sản xuất phân bón SA	140.000	2014
Trung tâm thương mại Cửu Long	400 tỉ đồng	2010

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Giả định doanh thu, giá vốn:

Dựa trên dự báo sản lượng tiêu thụ của DPM trong tương lai cũng như sự thay đổi về giá bán sản phẩm, giá Urê nhập khẩu chúng tôi xác định mô hình định giá DPM với sản lượng giá bán thay đổi như bên dưới.

Nguồn khí đầu vào chủ yếu vẫn đến từ việc khai thác tiếp tục khí từ mỏ khí Nam Côn Sơn, thông qua nhà cung cấp là Tổng công ty Khí Việt Nam. Giá bán khí từ 1/1/2010 – 31/3/2010 là 2,98 USD/MM BTU và 3,55 USD/MMBTU từ ngày 1/4/2010-31/12/2010. Dự kiến giá khí bán cho DPM sẽ tiếp tục điều chỉnh theo hướng tiệm cận giá giao dịch trên thị trường. Tốc độ tăng giá khí khoảng 2%/năm.

Chi phí khấu hao của DPM giảm mạnh từ năm 2010 và tiếp tục giảm còn khoảng 160 tỉ/năm từ năm 2011 do dây truyền sản xuất sẽ khấu hao hết trong năm 2010, từ năm 2011 sẽ khấu hao các tài sản nhà cửa, vật kiến trúc, phương tiện vận tải, tái sản cố định vô hình và từ hệ thống thu hồi khí CO2 hoàn thành cũng như sau đó là hệ thống nâng công suất sẽ hoàn thành năm 2012.

Biểu đồ 6: Diễn biến giá khí tự nhiên trên thị trường thế giới



Nguồn: CME Group

	2008	2009	Q1/2010	Q2-Q4/ 2010E	2011E	2012E
Giá khí (USD/1 MMBTU)	2.2	2.2	2.98	3.55	4.25	4.95
Khấu hao TSCĐ (tr đồng)	1.050.707	1.008.782	217.416	500.000	160.000	160.000
Chi phí mua khí (tr đồng)	682.149	717.114	290.000	811.692	1.390.221	1.660.717
Chi phí khác (tr đồng)	403.616	384.992	49.281	374.210	491.021	553.973
Tổng giá vốn sản xuất	2.136.473	2.110.890	552.793	1.685.902	2.041.243	2.374.690

Nguồn: Kế hoạch DPM, PSI dự báo

	Q4/2007	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Urê sản xuất (Tấn)	746.814	749.460	721.869	740.000	780.000	800.000
Urê nhập khẩu (Tấn)	-	-	197.538	230.000	260.000	300.000
Giá bán Urê (Tr VNĐ)	-	-	5,5	6,0	6,2	6,5
Giá nhập Urê (USD/tấn)	-	-	357	300	350	375
Doanh thu Urê sản xuất	1.342.764	4.804.480	3.860.461	4.440.000	4.836.000	5.070.000
Doanh thu Urê nhập khẩu	196.356	1.478.765	2.583.969	1.560.000	1.736.000	2.080.000
Doanh thu Amoniac dư	87.537	181.747	135.391	158.569	174.426	191.869
Doanh thu điện dư	698	2.890	3.728	3.915	4.110	4.316
Doanh thu khác	540	58.599	54.960	57.708	60.594	63.624
Doanh thu (Tr VNĐ)	3.803.912	6.526.484	6.638.511	6.220.193	6.811.131	7.409.809
Giá vốn (Tr VNĐ)	2.298.180	4.642.241	4.653.266	3.784.829	3.753.768	4.369.694
Giá vốn Urê sản xuất	790.540	2.136.473	2.110.890	2.424.600	2.041.243	2.319.323
Giá vốn Urê nhập khẩu	191.766	2.487.650	2.533.926	1.593.529	1.918.116	2.348.713

Lợi nhuận gộp (Tr VND)	1.480.857	1.884.243	1.985.244	2.435.364	3.057.362	3.040.114
LNST (Tr VND)	1.329.480	1.383.880	1.351.283	1.782.001	2.214.019	2.105.655
EPS (VND)	3.499	3.642	3.548	4.679	5.814	5.529

Nguồn: Kế hoạch DPM, PSI dự báo

Các giả định khác:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu từ năm 2013-2015 thực hiện theo kế hoạch đầu tư tài sản nhằm gia tăng sản lượng sản xuất, tiêu thụ của đơn vị
- Chi phí bán hàng/doanh thu sẽ ở mức 4,40%
- Chi phí quản lý doanh nghiệp/ doanh thu trung bình chiếm 4,27%
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình 18%/ năm với các loại tài sản, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn đăng ký sẽ giữ nguyên ở mức 3.800 tỉ
- Tỷ lệ chia thưởng cổ tức ở mức 30%/năm

Kết quả dự báo một số chỉ tiêu chính

	2009	2010E	2011E	2012E
Tổng tài sản	6.351.202	6.825.824	7.394.622	7.396.254
Vốn đầu tư của CSH	3.800.000	3.800.000	3.800.000	3.800.000
Doanh thu thuần	6.673.931	6.207.752	6.797.509	7.394.989
Lợi nhuận sau thuế	1.348.304	1.772.718	2.197.503	2.084.554
ROA	21,28%	25,97%	29,72%	28,18%
ROE	24,41%	31,93%	38,18%	36,98%
EPS (VND)	3.556	4.655	5.770	5.474
EBIT	1.600.375	2.108.131	2.690.835	2.595.632
EBITDA	6.490.223	2.761.370	2.836.770	2.793.304

Nguồn: DPM, PSI dự báo

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE, FCFF, PE và PB để đánh giá giá trị cổ phiếu của DPM. Mỗi phương pháp đưa ra một mức giá khác nhau với vùng giá từ 25.947 – 54.046 VNĐ/cổ phần. Vì vậy, mức giá giao dịch hiện nay ở mức 29.200 VNĐ/cổ phần theo chúng tôi là thấp hơn giá trị của doanh nghiệp. Mức giá hợp lý của DPM chúng tôi đánh giá ở mức giá **37.514 VNĐ/cổ phần**. Mức giá này cao hơn khoảng 28,47% so với giá giao dịch ngày 04/06/2010. Mức giá này chúng tôi đã triết khấu 10% so với giá trị tính toán vì nguyên nhân có thể gặp rủi ro về nhà máy Đạm Cà Mau.

Tổng hợp định giá				
Vùng giá của cổ phiếu DPM			So sánh với giá ngày 04/06/2010	Mức PE Forward năm 2010
Phương pháp FCFE	46.803	54.046	60,28% - 85,10%	10,05 – 11,61
Phương pháp FCFE	42.395	50.349	45,19% - 72,43%	9,10 – 10,81
Phương pháp PE	37.892	46.289	29,76% - 58,52%	8,14 – 9,94
Phương pháp PB	25.947	31.697	-11,14% - 8,55%	5,57 – 6,81

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: Triệu VND

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	3.803.912	6.493.484	6.673.931	6.220.193	6.811.131	7.409.809
2. Các khoản giảm trừ	24.875	18.116	43.870	12.440	13.622	14.819
3. Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ	3.779.037	6.475.367	6.630.060	6.207.752	6.797.509	7.394.989
4. Giá vốn hàng bán	2.298.180	4.624.124	4.644.816	3.772.388	3.740.146	4.354.875
<i>Tỷ lệ giá vốn / Doanh thu</i>	<i>60,8%</i>	<i>71,4%</i>	<i>70,1%</i>	<i>60,76%</i>	<i>51,8%</i>	<i>53,2%</i>
5. Lợi nhuận gộp bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.480.857	1.851.243	1.985.244	2.435.364	3.057.362	3.040.114
6. Doanh thu hoạt động tài chính	140.533	143.126	181.197	178.946	178.657	149.815
7. Chi phí tài chính	85.415	53.579	80.671	90.035	132.383	141.080
8. Chi phí bán hàng	86.628	224.595	293.839	273.862	299.880	326.238
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	127.278	221.330	285.306	265.909	291.171	316.764
10. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.322.067	1.494.864	1.506.624	1.984.503	2.512.585	2.405.846
11. Thu nhập khác	8.883	6.754	19.592	18.260	19.994	21.752
12. Chi phí khác	1.267	746	9.165	8.542	9.353	10.175
13. Lợi nhuận khác	7.615	6.008	10.426	9.717	10.641	11.576
14. Lợi nhuận hoặc lỗ từ công ty liên kết	0	0	2.651	23.874	35.224	37.128
15. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	1.329.683	1.500.872	1.519.703	2.018.095	2.558.451	2.454.551
16. Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	202	122.577	163.847	239.306	353.251	362.613
17. Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	-	(6.996)	4.571	6.071	7.696	7.383
18 Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	1.329.480	1.385.291	1.351.283	1.772.718	2.197.503	2.084.554
18.1 Lợi ích cổ đông thiểu số	0	1.411	2.979	3.899	4.834	4.586
18.2 Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	1.329.480	1.383.880	1.348.304	1.768.818	2.192.668	2.079.968
19 Lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS)	3.499	3.642	3.548	4.655	5.770	5.474

Báo cáo này được thực hiện bởi Ban Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.

**PSI****CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ****BAN PHÂN TÍCH****Phó Giám đốc phụ trách Ban****Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn****Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Minh Hạnh – hanhnm@psi.vn****Nghiên cứu thị trường****Hoàng Anh Tuấn**
tuanha1@psi.vn**Lê Thanh Tùng**
tunglt@psi.vn**Phân tích ngành, công ty****Nguyễn Minh Hạnh**
hanhnm@psi.vn**Bùi Đức Hoàn**
hoanbd@psi.vn**Trương Trần Dũng**
dungtt@psi.vn**Nghiên cứu kinh tế vĩ mô****Ninh Quang Hải**
hainq@psi.vn