



Tổng công ty Phân Bón và Hóa Chất Dầu Khí—CTCP

Đ/c: lầu 3, số 2 Bis 4-6, Lê
Thánh Tôn, Bến Nghé, Q1, HCM
Website: www.dpm.vn

Mã chứng khoán: DPM
Sàn giao dịch: HoSE

Ngành: Hóa chất—phân bón
Lĩnh vực: sản xuất và kinh doanh
phân đạm

Khuyến nghị: MUA VÀO

Giá mục tiêu: 35,770 VNĐ

Giá hiện tại: 29,000 VNĐ

VnIndex(18/05/2010): 508.3 điểm (-2.97)



BÁN

MUA

EPS_2009: 3,558 VNĐ

P/E: 8.15

BVPS_2009: 14,480 VNĐ

P/B: 2.00

THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực hoạt động chính

- Sản xuất kinh doanh phân đạm urea dưới dạng viên và hạt trong
- Sản xuất và kinh doanh ammoniac lỏng, khí công nghiệp
- Sản xuất kinh doanh điện
- Cung cấp các dịch vụ kỹ thuật trong sản xuất kinh doanh phân bón và các sản phẩm hóa chất dầu khí.



Chỉ tiêu tài chính

Đơn vị: Triệu đồng

Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	2009
Doanh thu thuần	3,779,037	6,475,367	6,630,061
Lợi nhuận gộp	1,480,857	1,851,243	1,985,244
Lợi nhuận SXKD	1,322,067	1,494,864	1,506,625
LNST	1,329,480	1,385,291	1,351,284
Tổng tài sản	5,738,547	5,192,372	6,351,202
Vốn chủ sở hữu	4,370,704	4,687,778	5,487,904
ROE	30.37%	29.35%	24.41%
ROA	23.17%	26.68%	21.28%
EPS (VNĐ)	3,499	3,642	3,558
Book value(VNĐ)	11,502	12,336	14,480

Những nét nổi bật

- Là đơn vị duy nhất được sự cho phép của NN can thiệp vào việc điều chỉnh giá trên TT, nhằm bình ổn giá phân bón.
- Lợi thế có nguồn cung cấp khí đầu vào giá rẻ so với các doanh nghiệp khác khoảng 1.7-1.8 USD/triệu BTU.
- Đầu tư mạnh vào TSCĐ để mở rộng sản xuất nhưng không hiệu quả trong năm 2008. Nhưng đã khắc phục được trong năm 2009.
- Doanh thu có tăng trưởng vượt bậc qua các năm, song tốc độ tăng trưởng lợi nhuận không có nhiều đột biến, hầu như không tăng trưởng hoặc tăng trưởng rất thấp.
- Chịu ảnh hưởng của giá dầu, giá lương thực và giá nhập khẩu phân bón trên thế giới.
- Định giá DPM theo các phương pháp P/E, P/B, FCFE giá DPM sẽ vào khoảng 35,770 VNĐ.

Thông tin chính liên quan

Ngày	Tin tức	Nguồn
01/03/2010	DPM: Từ 28/2 tăng giá bán sản phẩm phân ure lên 6,900 đồng/kg	www.cafef.vn
09/02/2010	DPM: Lắp đặt hai tháp cao áp	www.nld.com.vn
02/02/2010	DPM: Năm 2010 giá phân đạm Phú Mỹ sẽ tăng gần 10%	www.cafef.vn

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

ĐẶC ĐIỂM NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Đặc điểm ngành phân bón, hóa chất

Phân bón phụ thuộc khá nhiều vào đặc điểm của ngành nông nghiệp, mang tính mùa vụ cao, chịu ảnh hưởng bởi giá dầu thô thế giới và chỉ mới đáp ứng được khoảng 50% nhu cầu phân bón cả nước.

Phân bón là ngành hỗ trợ quan trọng trong nông nghiệp, có mối liên hệ mật thiết với tính mùa vụ và mật độ diện tích gieo trồng cây nông nghiệp. Ở nước ta, cây nông nghiệp có diện tích gieo trồng lớn nhất và là cây lương thực chính của ngành là cây lúa với diện tích gieo trồng tập trung tại 2 vùng lúa chính của cả nước là ĐB Sông Cửu Long và ĐB Sông Hồng. Vì thế, thị trường tiêu thụ phân bón cũng phân hóa mạnh và tập trung tại hai thị trường Miền Bắc và miền Nam.

Do phụ thuộc vào tính mùa vụ của cây lúa nên các doanh nghiệp sản xuất và xuất khẩu phân bón thường hay chuẩn bị hàng trước các vụ mùa ít nhất một tháng nhằm đảm bảo có thể phân phối kịp thời cho mùa vụ tại từng khu vực. Thị trường miền Nam sản xuất phục vụ xuất khẩu nên yêu cầu chất lượng phân bón cao, thị trường ổn định. Nhưng thị trường miền Bắc thường cạnh tranh về giá và ưa chuộng giá rẻ nên hay gặp nạn phân bón giả gây lúng đoạn thị trường.

Nhu cầu sử dụng phân bón hàng năm vẫn ở mức khá cao: urea khoảng 2 triệu tấn, phân lân NPK ước 2.5 triệu tấn, phân lân 1.3 triệu tấn... nhưng các doanh nghiệp thuộc ngành chỉ đáp ứng được khoảng 50%, còn lại phải nhập khẩu từ thị trường Trung Quốc, Nga, Hàn Quốc, Indonesia... Cá biệt có những sản phẩm phải nhập 100% như Dap, Kali, SA. Thêm vào đó, nguồn nguyên liệu đầu vào để sản xuất phân bón chủ yếu là khí khô. Vì thế, giá cả trong nước sẽ chịu tác động bởi giá dầu thô, giá lương thực thế giới. Ngoài ra cũng chịu ảnh hưởng bởi sự thay đổi tỷ giá cũng như tình hình biến động giá than, giá điện trong nước—những chỉ phí đầu vào chủ yếu của ngành.

Trong nước hiện chỉ cung cấp được 3 loại phân bón: đạm urea do nhà máy Đạm Phú Mỹ và Đạm Hà Bắc cung ứng, đáp ứng được 50% nhu cầu và đang đầu tư xây dựng hoàn thiện phân lân NPK do CTy Supe Photphat và Hóa Chất Lâm Thao, Supe Photphat Long Thành, CTCP Phân lân Ninh Bình và CTCP phân lân nung chảy Văn Điển cung cấp đáp ứng được 2/3 nhu cầu, và cuối cùng là phân NPK phối trộn.

Chiến lược phát triển của DPM

DPM là doanh nghiệp có năng lực cung ứng lớn nhất phân đạm urea của cả nước, đáp ứng gần 44% nhu cầu tiêu thụ. Về lâu dài, DPM có định hướng phát triển thành một công ty hoạt động sản xuất kinh doanh đa ngành nhưng vẫn tập trung mạnh vào lĩnh vực truyền thống, đứng đầu trong cả nước và hàng đầu trong khu vực về phân bón hóa chất. Mục tiêu đến năm 2010-2015 lĩnh vực tài chính sẽ chiếm 10% tổng lợi nhuận sau thuế. Nhưng hiện nay khoản thu nhập tài chính này vẫn chỉ đến từ lãi tiền gửi và chiếm 7.4% LNST 2009. Hiệu quả sử dụng tiền không cao khi DPM chưa có kế hoạch đầu tư vào dự án nào cụ thể. Nếu DPM không có chiến lược cụ thể hơn và tìm dự án đầu tư thì sẽ khó đạt được mục tiêu đề ra là thu nhập tài chính chiếm 10% trong giai đoạn tới.

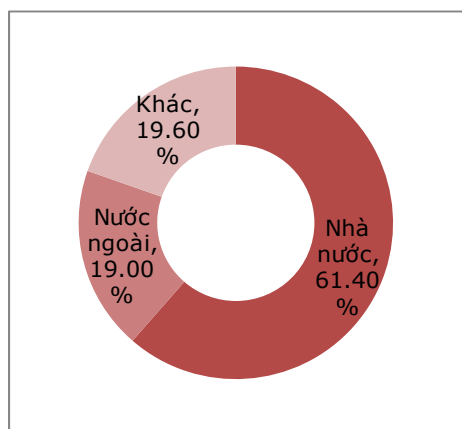
Cơ cấu cổ đông

So với lúc mới cổ phần hóa, đến nay lượng nắm giữ của NGTNN đã tăng lên đáng kể từ 7.3% lên 15.26%. Hiện Nhà nước vẫn sở hữu phần lớn trong cơ cấu vốn của DPM, điều này sẽ tác động rất lớn đến lợi ích của các cổ đông nhỏ khi không đủ quyền tham gia biểu quyết các vấn đề lớn của công ty. Ba cổ đông lớn của DPM là Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, Ngân hàng đầu tư phát triển Việt Nam và NHTMCP Á Châu ACB hiện đang nắm giữ lần lượt 61.37%, 3.68% và 1% vốn điều lệ của DPM.

Chính sách cổ tức

DPM đang duy trì một chính sách chi trả cổ tức khá ổn định qua các năm. Theo kế hoạch của DPM, năm 2009 công ty sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ thấp nhất là 20%. Tính tới thời điểm này, DPM đã trả 700 VNĐ cổ tức đợt 1/2009, cổ tức đợt 2/2009 vẫn chưa có thông tin cụ thể.

Cơ cấu cổ đông tại ngày 30/3/2010



Nguồn: TVSI tổng hợp

CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG TỚI DPM

Bằng việc trợ giá khí đầu vào từ PVGas và là một trong 2 DN sản xuất cung ứng phân đạm cho cả nước chiếm 44% thị phần tiêu thụ, DPM có lợi thế rất lớn trong hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên với chi phí giá than, điện chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá thành sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận của DPM trong thời gian tới khi giá điện, giá than tăng

Sự ổn định của nguồn cung: DPM đã ký hợp đồng lâu dài với Tổng công ty kinh doanh các sản phẩm khí—PVGas trong việc cung ứng khí khô để sản xuất phân đạm với giá khá ưu đãi so với các doanh nghiệp trong lĩnh vực kinh doanh khác. Hợp đồng vẫn được duy trì và không thay đổi với PVGas năm nay DPM vẫn được mua giá khí khô ưu đãi từ 1.3—1.7 USD/triệu BTU. Với giá khí đầu vào được ưu đãi, công suất nhà máy đạt 100%/năm nên giá thành của DPM thấp hơn từ 140—150 USD/tấn, trong khi bán ra thị trường theo giá nhập khẩu từ 250 - 300 USD/tấn. Chính sự ưu đãi của Nhà nước quá lớn như hiện nay đối với DPM đã khiến Bộ Tài chính đề xuất ngừng việc trợ giá khí đầu vào cho DPM và bán khí khô với mức giá cạnh tranh như các doanh nghiệp khác, có khả năng bán bằng với giá thị trường tại mỏ Nam Côn Sơn khoảng 3.48 USD/triệu BTU. Giả sử khi giá khí bán cho DPM tăng 100% lên 3.48 USD/triệu BTU và giá khí khô đầu vào chiếm 33% giá thành thì giá thành sẽ tăng 33%, doanh thu và lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng mạnh.

Giá urea tham khảo

Loại hàng	Đơn giá	Ghi chú
I. Urea hạt trong (FOB)	USD/tấn	Ngày
Urea Middle East	255-260	10-May
Urea Baltic	225-230	10-May
Urea Yuzhnyy	230-232	10-May
Ure Trung Quốc	265-270	10-May
II. Urea hạt đục (FOB)		
Urea Middle East	255-280	19-May
III. Giá trong nước		
Đạm Phú Mỹ (giá trần)	372	20-May
Urea Indonesia	340	10-May
DAP Trung Quốc (hạt xanh)	531	10-May
DAP Trung Quốc (hạt nâu)	485	10-May
Kali Nga (hạt)	458	10-May
Kali Nga (bột)	423	10-May
SA Korea	162	10-May

Bên cạnh đó, giá than, giá điện cũng chiếm tỷ lệ không nhỏ trong cơ cấu giá thành sản xuất urea (giá điện chiếm 6%) nên khi giá điện, than điều chỉnh tăng cũng ảnh hưởng đến lợi nhuận của DPM. Tính riêng từ đầu năm tới nay, giá bán của DPM đã tăng 11% sau hai lần điều chỉnh giá bán.

Đối thủ cạnh tranh: Tính cạnh tranh giữa các doanh nghiệp cùng ngành không cao khi hiện nay trên cả nước chỉ có 2 nhà máy sản xuất phân đạm ure cung ứng cho nhu cầu toàn quốc là Đạm Phú Mỹ và Đạm Hà Bắc, đáp ứng được khoảng 50% nhu cầu phân đạm cả nước đang ở mức 1.7 triệu—2 triệu tấn ure một năm. Hiện Vinachem đang tiến hành đầu tư mở rộng thêm công suất của nhà máy đạm Hà Bắc và nỗ lực đưa nhà máy đạm Ninh Bình đi vào hoạt động đồng thời PetroVietnam cũng đang xây dựng nhà máy đạm mới là Đạm Cà mau để đáp ứng nhu cầu cả nước. Dự kiến khi 2 nhà máy đạm Cà Mau và đạm Ninh Bình đi vào hoạt động sẽ cung ứng đủ lượng ure ra thị trường— nguồn cung được cải thiện, đáp ứng đủ cầu.

Sản phẩm thay thế: Phân bón là sản phẩm thiết yếu dùng cho nông nghiệp nên không có sản phẩm thay thế. Thực tế, vì lượng cung còn thấp nên lượng nhập khẩu hàng năm chiếm tỷ trọng khá lớn, DPM thường nhập khoảng 300k tấn ure/ năm. Điều này sẽ tác động lên giá cả phân bón trong nước khi phụ thuộc vào giá cả phân bón thế giới và biến động của tỷ giá. Thêm vào đó, hàng phân bón của Việt Nam chủ yếu nhập từ Trung Quốc nên mọi chính sách liên quan đến ngành xuất khẩu của Trung Quốc đều ảnh hưởng tới giá cả phân bón Việt nam.

Ngoài việc phải đối mặt với các sản phẩm xuất xứ từ Trung Quốc các doanh nghiệp của Việt Nam còn phải đối mặt với nạn làm giả phân bón, gây ảnh hưởng lớn đến uy tín và hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong nước.

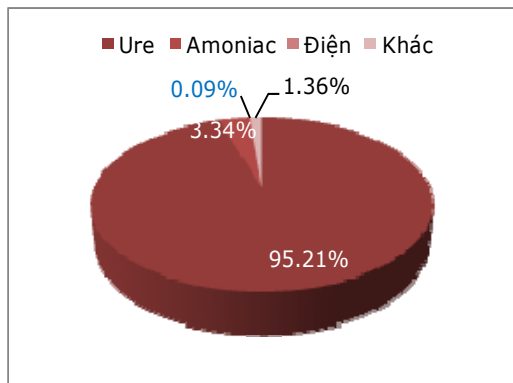
Tác động từ phía khách hàng: Nhu cầu của người nông dân luôn ổn định và có chiều hướng gia tăng nên không đủ điều kiện để áp đặt giá lên nhà cung cấp khi cầu lớn hơn cung. Ngược lại, DPM là nhà cung cấp lớn nhất tại Việt Nam tính tới thời điểm này và là đơn vị thay mặt nhà nước điều tiết bình ổn giá phân bón trên thị trường nên đây cũng là một lợi thế nữa cho DPM trong hoạt động kinh doanh.

Nguồn: dpm.vn

Tỷ giá: 1USD = 18,544VND

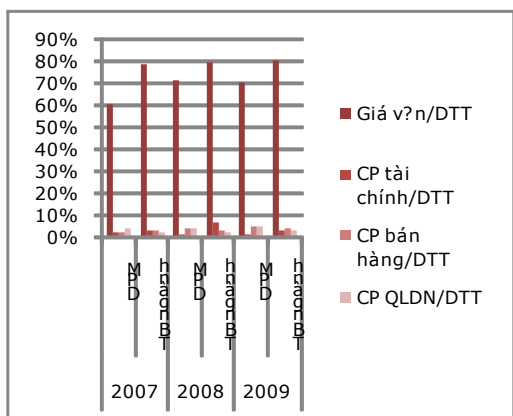
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Cơ cấu doanh thu 2009



Tình hình hoạt động của DPM khá hiệu quả, luôn chạy hết công suất thiết kế. Tuy nhiên DPM cần cân nhắc chiến lược đầu tư hợp lý để thu được hiệu quả tốt nhất từ việc sử dụng các khoản tiền nhàn rỗi và hàng tồn kho

Cơ cấu chi phí của DPM



Nguồn: TVSI tổng hợp

Hoạt động của DPM đạt hiệu quả cao dù chạy hết công suất nhưng vẫn chỉ đáp ứng được khoảng 44% nhu cầu của thị trường. Tuy nhiên, khi xem xét báo cáo tài chính của DPM, chúng tôi có một số lưu ý như sau:

Thứ nhất, trong cơ cấu tài sản của DPM tồn tại quá nhiều nguồn tiền nhàn rỗi, chiếm 77% TSNH—cao hơn rất nhiều so với các công ty niêm yết cùng ngành. Chứng tỏ DPM khá thận trọng trong việc đầu tư khi phần lớn lượng tiền được gửi vào NHTM với kỳ hạn từ 1 đến 3 tháng và chủ yếu là các khoản tương đương tiền, trên 2,735 tỷ đồng. Ngay cả việc đầu tư tài chính công ty cũng thận trọng khi vẫn gửi ngân hàng 115 tỷ đồng với kỳ hạn ngắn. Trong khi mục tiêu DPM đặt ra thu nhập tài chính đạt 10% LNST thì tình hình hiện tại của DPM là không hợp lý so với chiến lược đề ra.

Điểm chú ý thứ hai đó là khoản mục hàng tồn kho của DPM. Trong năm 2008, công ty tập trung mở rộng hoạt động sản xuất, chế biến phân bón để sản xuất được nhiều thành phẩm hơn phục vụ kinh doanh, hướng tới mục tiêu đặt ra cho trung hạn sản xuất 925,000 tấn ure/năm. Đây là một kế hoạch tốt nên công ty đã tăng chi tiêu cho nguyên vật liệu công cụ dụng cụ, đồng thời chi phí dở dang cũng tăng lên đáng kể từ 2.07 tỷ đồng lên 102.6 tỷ đồng. Việc thành phẩm tồn kho giảm từ 103.8 tỷ xuống còn 35.9 tỷ năm 2008 dễ gây nhầm lẫn là DPM hoạt động không hiệu quả. Nhưng thực tế, DPM đã chạy hết công suất thiết kế, và để đáp ứng nhu cầu của thị trường nên DPM nhập khẩu một lượng lớn hàng hoá phân bón trong những tháng đầu năm với giá cao song sang quý III giá phân bón đột ngột giảm làm sụt giảm lợi nhuận của DPM. Và chính lượng hàng hóa tồn kho trị giá hơn 1,286 tỷ đồng này đã tác động xấu đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Sang năm 2009, dù hàng hóa tồn kho đã giảm xuống chỉ còn trị giá trên 136 tỷ đồng nhưng lợi nhuận sau thuế cả năm 2009 của DPM vẫn giảm 45.51 tỷ đồng so với năm 2008.

Cơ cấu nợ của DPM đang có sự chuyển dịch rõ nét khi nợ ngắn hạn và nợ dài hạn đang chuyển dịch sang thế cân bằng. Hai năm trở lại đây tỷ lệ nợ ngắn hạn/nợ dài hạn đã giảm dần, năm 2009 tỷ lệ này chỉ là 2.48 lần, năm 2008 là 35.6 lần. Khoản mục nợ dài hạn tăng 18.7 lần từ 12.328 tỷ lên 230.496 tỷ đồng có thời hạn vay là 10 năm tính từ 29/5/2009, nhằm thanh toán chi phí đầu tư hệ thống thu hồi CO2 từ khối thải Primary Reformer nâng công suất nhà máy Đạm Phú Mỹ từ 740,000 tấn lên 800,000 tấn urea/năm.

Dù NM Đạm Phú Mỹ hoạt động chưa đầy 10 năm nhưng hiệu quả từ HĐSXKD của DPM đạt khá cao, tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình hàng năm vào khoảng 36%. Tuy nhiên doanh thu 2009 chỉ tăng 3% so với năm 2008. Nguyên nhân chủ yếu là chi phí đầu vào tăng cao, việc điều chỉnh tăng tỷ giá của NHNN trong năm qua gây bất lợi đối với các hàng hóa nhập khẩu của DPM (kinh doanh hàng hóa nhập khẩu chiếm 38.97% doanh thu) trong khi giá bán không tăng theo tỷ lệ tương ứng. Trong đó, doanh thu chủ yếu của DPM vẫn là từ việc kinh doanh phân đạm urea, doanh thu từ urea chiếm 95.21% doanh thu. Năm qua, dù nhà máy Đạm Phú Mỹ phải dừng gần 20 ngày để bảo dưỡng song sản lượng cả năm vẫn vượt chỉ tiêu kế hoạch với 750,000 tấn ure/năm, bằng 101.4% kế hoạch năm.

Chi phí giá vốn chủ yếu gồm CP khấu hao, CP mua khí khô và CP khác. CP khấu hao chiếm tỷ trọng lớn trong giá vốn (50%), CP mua khí khô (33%), 17% CP khác. Hàng năm DPM cần khoảng 500 triệu m³ khí khô để phục vụ cho sản xuất phân đạm do đó nếu giá khí khô bán cho sản xuất phân đạm tăng lên sẽ gây áp lực lên giá vốn. Mới đây Petro Vietnam (PVN) đề nghị tăng giá bán khí khô từ 1/4/2010 cho các hộ kinh doanh điện và vẫn giữ nguyên mức giá bán khí khô cho Đạm Phú Mỹ và Đạm Cà Mau nên tỷ suất lợi nhuận của DPM sẽ không bị sụt giảm nhiều trong năm nay.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Hiệu quả thanh toán	DPM			HAI	HSI	HVT
	2007	2008	2009	2009	2009	2009
Khả năng thanh toán ngắn hạn (lần)	1.81	6.14	6.84	2.16	1.09	1.41
Khả năng thanh toán nhanh (lần)	1.52	3.60	5.83	1.21	0.56	1.03
Khả năng thanh toán bằng tiền (lần)	1.45	2.15	5.14	0.05	0.02	0.02

Khả năng thanh toán ngắn hạn của DPM được cải thiện rõ ràng qua từng năm. Tuy nhiên tỷ lệ này năm 2009 ở mức khá cao 6.84 lần thực sự là một điều không tốt cho DPM so với trung bình ngành. Hiện tại lượng tiền mặt nhàn rỗi của DPM khá lớn và có khả năng là DPM vẫn chưa tìm được những dự án nào hiệu quả để đầu tư. Có sự đối nghịch giữa các công ty trong ngành khi DPM thừa khả năng chi trả các khoản nợ thì các công ty như HAI, HSI, HVT lại vừa đủ khả năng thanh toán những khoản nợ ngắn hạn song lại không đủ khả năng thanh toán bằng tiền mặt khi có yêu cầu.

Hiệu quả hoạt động	DPM			HAI	HSI	HVT
	2007	2008	2009	2009	2009	2009
Vòng quay hàng tồn kho	5.74	4.16	8.16	0.95	2.51	4.07
Vòng quay khoản phải thu	63.51	11.30	34.64	0.96	2.83	1.99
Số ngày tồn kho	62.77	86.52	44.12	378.28	143.34	88.54
Kỳ thu tiền bình quân	5.67	31.87	10.39	374.11	127.43	180.73
Vòng quay TSCĐ	1.36	3.41	3.85	3.40	11.09	1.27
Vòng quay TTS	0.66	1.25	1.04	0.40	1.18	0.66

Các chỉ tiêu hoạt động đều phản ánh tình hình kinh doanh của DPM vẫn ở mức tốt. Dù năm 2008 công ty có gặp khó khăn trong việc quản lý hàng tồn kho và các khoản phải thu do khủng hoảng tài chính tác động

Năm 2009, tình hình tiêu thụ sản phẩm của DPM được cải thiện, khi nhu cầu thị trường tăng dần trở lại thể hiện qua vòng quay hàng tồn kho tăng từ 4.16 lần năm 2008 lên 8.16 lần năm 2009. Tuy nhiên, lượng hàng hoá và sản phẩm tồn kho vẫn chiếm tỷ trọng lớn và sẽ gây ảnh hưởng tới doanh thu cũng như lợi nhuận của DPM. Trước việc hàng hóa nhập khẩu quá nhiều, vượt nhu cầu 1.7 triệu tấn/năm, PetroVietnam đã đề nghị bộ Công thương cho phép xuất khẩu từ 30,000 tấn phân urea được sản xuất từ nhà máy Đạm Phú Mỹ năm 2009. Thực tế, năm 2009 DPM đã xuất khẩu được 6.7 nghìn tấn phân bón kali và urea sang một số nước trong khu vực như Campuchia, Lào, Malaysia, là cơ sở chuẩn bị thị trường xuất khẩu khi Nhà máy Đạm Cà Mau đi vào hoạt động.

Việc sử dụng tài sản cố định hiệu quả trong năm 2008, 2009 cũng góp phần tăng doanh thu của DPM. Nguyên giá TSCĐ đã khấu hao hết nhưng vẫn được sử dụng tiếp tại ngày 31/12/2009 là trên 586.2 tỷ đồng, năm 2008 là 55.59 tỷ đồng. Như vậy, hàng năm công ty phải trích khoảng 56.7 tỷ để bảo dưỡng TSCĐ, đảm bảo hiệu suất hoạt động.

Năm 2008, thị trường gặp nhiều khó khăn khi giá sản xuất đầu vào tăng khiến giá bán hàng hóa sản phẩm tăng, bà con nông dân khó có khả năng thanh toán nên chính sách quản lý khoản phải thu của DPM cũng gặp nhiều trở ngại. Năm 2007 bình quân khoảng 6 ngày DPM đã thu được khoản khách hàng trả chậm nhưng năm 2008 con số này là 32 ngày. Tuy nhiên, năm 2009 cùng với đà phục hồi của nền kinh tế, DPM đã quản lý chặt chẽ khoản phải thu hơn nên tình hình các khoản phải thu của DPM được cải thiện, trung bình chỉ mất 10 ngày là DPM đã thu được tiền từ khách hàng.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Cơ cấu nợ	DPM			HAI	HSI	HVT
	2007	2008	2009	2009	2009	2009
Nợ/NVCSH (lần)	0.31	0.10	0.15	0.59	4.50	2.24
Nợ/TTS (lần)	0.24	0.09	0.13	0.37	0.82	0.69

Nguồn vốn tài trợ cho các dự án và hoạt động kinh doanh của DPM vẫn chủ yếu là nguồn vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ nợ 2009 dù có tăng so với những năm trước nhưng ở mức độ thấp, chiếm 13% tổng tài sản, giúp DPM tránh được rủi ro tín dụng.

Nguồn vốn kinh doanh của DPM vẫn chủ yếu là nguồn vốn chủ sở hữu, nên rủi ro tín dụng của công ty không cao, đặc biệt tránh được rủi ro tín dụng khi lãi suất cho vay năm 2008 tăng cao. Cơ cấu nợ có xu hướng giảm và đang thấp hơn so với các công ty cùng ngành. Trong khi tỷ lệ nợ của DPM 2009 chỉ là 0.13 lần thì HSI và HVT là 0.82 và 0.69 lần. Hai công ty HSI và HVT muốn sử dụng đòn bẩy để tạo ra hiệu quả kinh doanh tuy nhiên việc sử dụng nợ quá nhiều có thể gây khó khăn cho việc thanh toán nợ của công ty, điều này phản ánh ở khả năng thanh toán của hai công ty này ở mức thấp, trong khi DPM lại quá cao phản ánh việc sử dụng dòng tiền của công ty chưa thực sự hiệu quả.

Hiệu quả sinh lời	DPM			HAI	HSI	HVT
	2007	2008	2009	2009	2009	2009
ROA	23.17%	26.68%	21.28%	3.59%	2.08%	3.69%
ROE	30.37%	29.35%	24.41%	5.71%	11.45%	11.97%
EPS ('000 VNĐ)	3.499	3.642	3.558	1.375	1.580	1.822
Book value ('000 VNĐ)	11.502	12.336	14.480	23.639	13.751	15.150

Hiệu quả sinh lời của DPM cao cả trên tổng tài sản và vốn chủ sở hữu khi so sánh với các công ty cùng ngành đã niêm yết. Tuy nhiên, việc sử dụng không hiệu quả nguồn tiền nhàn rỗi đã làm giảm hiệu quả sinh lời của DPM trong năm 2009.

So sánh với các công ty cùng ngành, DPM đạt hiệu quả sinh lời cao nhất từ việc sử dụng tài sản và vốn chủ để tạo ra doanh thu. Hoạt động tài chính khá lành mạnh và an toàn khi ROA và ROE luôn đạt ở mức cao hơn 21%. Năm 2009 ROA đạt 21.28%, ROE đạt 24.41% tuy cao hơn rất nhiều so với HAI, HSI và HVT nhưng lại thấp hơn so với các năm trước. Nguyên nhân là tổng tài sản tăng cao nhưng tăng chủ yếu tại các khoản tương đương tiền, gửi tại các NHTM nên hiệu quả sinh lời từ khoản này không cao.

Hai chỉ tiêu EPS và Book value lần lượt đạt 3,558 VNĐ và 14,480 VNĐ phản ánh giá cổ phiếu DPM vẫn ở mức hấp dẫn so với các công ty trong ngành, nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Dự án DPM đầu tư

Hiện nay DPM đang tập trung vào đầu tư góp vốn vào một số dự án sau:

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)
DA sản xuất nhà máy nhựa Melamine	2,659
DA cao ốc 43 Mạc Đình Chi	161
DA thu hồi CO ₂ giúp tăng công suất cho nhà máy	600
DA axit sulfuaric và sulfat ammon	570
DA sản xuất phân NPK	1,200

Việc mua lại nhà máy Đạm Cà Mau vẫn còn đang gây nhiều tranh cãi, các cổ đông nhỏ và chủ đầu tư PVN vẫn chưa thống nhất được quan điểm giữa chọn dự án đầu tư hay chọn đối thủ cạnh tranh?

Ngoài ra DPM đã có kế hoạch mua lại nhà máy Đạm Cà Mau sau khi đi vào hoạt động nhằm nâng cao năng lực cung cấp phân bón ra thị trường của DPM, đáp ứng đủ nhu cầu và hướng ra thị trường xuất khẩu. Đây cũng có thể là nguyên nhân của việc DPM lưu trữ tiền mặt nhiều. Tuy nhiên để mua được nhà máy Đạm Cà Mau thì DPM cần chi khoảng 11,000 tỷ đồng và với nguồn vốn hiện có của DPM thì rất khó có thể thực hiện được việc mua bán này khi chỉ đáp ứng được 30% và 70% phải đi vay, sức ép trả lãi và rủi ro tỷ giá đè nặng lên DPM. Nhà máy Đạm Cà Mau do PVN làm chủ đầu tư đồng thời là cổ đông lớn của DPM nên ban lãnh đạo DPM cần sự chấp thuận của các cổ đông nhỏ. Thực tế, vốn đầu tư cho nhà máy Đạm Cà Mau khá lớn, gấp 2.4 lần so với vốn đầu tư cho nhà máy Đạm Phú Mỹ, khi công suất tương đương, lợi ích của cổ đông nhỏ không cao. Do đó, việc mua lại NM Đạm Cà Mau đến nay vẫn còn đang để ngỏ và nếu NM Đạm Phú Mỹ không mua lại được NM Đạm Cà Mau thì đây sẽ là một sức ép lên DPM khi có thêm một đối thủ cạnh tranh lớn trong ngành.

Một vài điểm so sánh giữa Đạm Phú Mỹ và Đạm Cà Mau		
Chỉ tiêu	Nhà máy Đạm Phú Mỹ	Nhà máy Đạm Cà Mau
Vốn sở hữu	DPM	PVN
Vốn đầu tư	390 triệu USD (2000 - 2004)	900 triệu USD (2008 - 2012)
Công suất	740,000 tấn/năm	800,000 tấn/năm
Sản phẩm	Khí Amoniắc	Khí CO ₂
	Urea hạt trong	Urea hạt đục
Ưu đãi		Miễn thuế NK máy móc thiết bị
		Miễn thuế NK NVL trong 5 năm đầu
	TTNDN 15%	TTNDN 10% trong 15 năm đầu kể từ khi HĐSXKD
	Miễn TTNDN trong 4 năm đầu	Miễn TTNDN trong 4 năm đầu kể từ ngày có TN chịu thuế
	Giảm 50% trong 7 năm tiếp theo	Giảm 50% thuế TN phải nộp trong 9 năm tiếp theo
		Miễn thuế thuê đất trồn đời DA
Vị thế	Bà Rịa - Vũng Tàu, cách xa nơi tiêu thụ	Cà Mau, gần nơi tiêu thụ nhất

Nguồn: TVSI tổng hợp

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Dự báo doanh thu và lợi nhuận của DPM

Hiện nay, nhà máy Đạm Phú Mỹ đã hoạt động hết công suất, doanh thu từ hàng hóa sản xuất trong nước có chiều hướng giảm, doanh thu từ hàng hóa nhập khẩu tăng cao. Chính điều này sẽ khiến tăng trưởng doanh thu của DPM sẽ không cao trong những năm tới, và tốc độ tăng trưởng sẽ phụ thuộc rất nhiều vào lượng hàng nhập khẩu cũng như chính sách tỷ giá của Nhà nước. Tại thời điểm này, tỷ giá USD/VND vẫn tương đối ổn định nên chúng tôi giả định trong thời gian tới tỷ giá sẽ không có gì thay đổi. Chúng tôi cũng giả định rằng DPM không mua lại được nhà máy đạm Cà Mau, vì thế doanh thu và lợi nhuận 2012 sẽ không có sự gia tăng đột biến do đóng góp của đạm Cà Mau, ngược lại còn tăng thêm tính cạnh tranh cho DPM. Doanh thu tăng chỉ phụ thuộc vào giá bán sản phẩm. Dựa trên số liệu quá khứ từ 2004-2009, giả sử CPI hàng năm ổn định ở mức 10.44% - mức trung bình của 5 năm 2004-2009, giá bán sản phẩm hàng năm cũng tăng 10.44%. Hàng năm, công ty cần nhập khoảng 300,000 tấn hàng hóa mới đáp ứng đủ nhu cầu trong nước. Doanh thu hàng hóa nhập khẩu sẽ tăng theo tốc độ tăng của giá bán. Tiếp tục giả định thu nhập tài chính tăng trưởng hàng năm là 3%, chi phí tài chính, chi phí bán hàng và chi phí QLDN lần lượt chiếm 2%, 6% và 8% doanh thu. Chúng tôi có bảng số liệu sau:

ĐVT: triệu đồng

Chi tiêu	2010	2011	2012	2013
DT thuần	7,812.5	8,628.1	9,528.9	10,523.7
Giá vốn hàng bán	4,877.1	5,120.9	5,377.0	5,645.8
LN gộp	2,935.4	3,507.2	4,151.9	4,877.9
DT tài chính	186.6	192.2	198.0	203.9
Chi phí TC	156.3	172.6	190.6	210.5
Chi phí bán hàng	468.8	517.7	571.7	631.4
Chi phí QLDN	625.0	690.3	762.3	841.9
LN thuần từ HĐKD	1,872.1	2,318.9	2,825.3	3,398.1
LNTT	1,872.1	2,318.9	2,825.3	3,398.1
LNST	1,698.9	2,063.9	2,514.5	2,964.8

Định giá DPM

Theo ba phương pháp định giá P/E, P/B và FCFE hai giai đoạn, giá hiện tại của cổ phiếu DPM được định giá tại mức 35,770 VNĐ

Phương pháp 1: P/E

Trong những tháng đầu năm 2010, có sự biến động mạnh trong giá cả hàng hóa khi giá xăng, giá điện, giá than được điều chỉnh tăng và ảnh hưởng trực tiếp đến sản xuất phân đạm của công ty. Đây là những chi phí ảnh hưởng trực tiếp đến giá thành của DPM, đặc biệt là giá than và giá điện khi chúng chiếm 70% và 6% giá thành sản xuất phân đạm. Chỉ ba tháng đầu năm 2010, giá bán của DPM đã tăng 11%, sản lượng trong quý 1/2010 khoảng 195,000 tấn urea cộng hàng hoá dự trữ, DPM có thể cung ứng khoảng 270,000 tấn urea trong khi nhu cầu cả nước là 600,000 tấn urea. Mặc dù đã chạy hết công suất nhưng Đạm Phú Mỹ vẫn không đáp ứng đủ lượng cầu của người nông dân. Dự báo năm 2010 sản lượng phân urea sản xuất và tiêu thụ khoảng 740,000 tấn, với giá bán tăng lên trung bình khoảng 7,000 VNĐ/kg, doanh thu từ mặt hàng này sẽ là 5,180 tỷ đồng. Đồng thời lượng nhập khẩu phân bón với giá cao trong thời gian tới sẽ gia tăng chi phí, doanh thu từ hoạt động kinh doanh hàng hóa nhập khẩu sẽ vào

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

lượng cổ phiếu lưu hành vẫn là 379 triệu CP. Khi đó, với LNST 2010 ước đạt 1,698.9 tỷ đồng thì EPS forward cho 2010 là 4,482 VNĐ, P/E hiện tại của ngành là 7.71 lần và giá DPM vào khoảng 34,556 VNĐ.

Phương pháp 2: P/B

Giá định năm 2010 công ty vẫn duy trì tỷ lệ trả cổ tức là 20% và trích lập các quỹ đầu tư phát triển, quỹ dự phòng tài chính ở mức 16% và 10% LNST. Từ đó, chúng tôi dự báo book value 2010 của DPM vào mức 15,060 VNĐ, P/E ngành là 2.0 lần, giá cổ phiếu DPM sẽ đạt 30,120 VNĐ.

Phương pháp 3: FCFE

Áp dụng phương pháp FCFE cho ba giai đoạn:

- Giai đoạn 1 (từ 2010—2014) với giá định lãi suất phi rủi ro $R_f = 11.15\%$, phần bù rủi ro thị trường $R_p = 6.5\%$ ta tính được suất chiết khấu $k_1 = 19.45\%$ theo mô hình CAPM.
- Giai đoạn 2 (từ 2014 –2020): Giả sử nền kinh tế đã ổn định hơn, lãi suất phi rủi ro giảm xuống 9%, phần bù rủi ro coi như không đổi, suất chiết khấu $k_2 = 17.32\%$ theo mô hình CAPM. Tốc độ tăng trưởng dòng tiền của DN trong giai đoạn này là $g_2 = 10\%$.
- Giai đoạn 3 từ 2020 trở đi: tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có xu hướng bằng với tốc độ tăng trưởng GDP thực của nền kinh tế trong dài hạn ở mức $g_3 = 5\%$, CPI dài hạn ở mức 5%, suất chiết khấu giai đoạn này được điều chỉnh là $k_3 = 10\%$

Từ đó, chúng tôi có giá cổ phiếu DPM ở mức 42,640 VNĐ theo phương pháp FCFE. Lấy trung bình 3 phương pháp ta có giá DPM sẽ vào khoảng 35,770 VNĐ.

Theo TVSI tại thời điểm này nhà đầu tư nên cân nhắc mua vào cổ phiếu DPM.

So sánh P/E với một số công ty cùng ngành trên thế giới

Công ty	Quốc gia	EPS 2009	P/E
DPM—Đạm Phú Mỹ	Việt Nam	0.19	9.16
CF Industries Holdings, Inc	Bắc Mỹ	7.43	12.32
Tata Chemical Limited	Ấn Độ	26.17	12.41
China Blue Chemical Ltd	Trung Quốc	0.24	21.27
Sichuan Chemical Company Ltd	Trung Quốc	0.18	49.93
China Agritech Inc	Trung Quốc	0.53	44.19
China Green Agriculture Inc	Trung Quốc	0.88	15.79
Sinon Corporation	Ấn Độ	0.73	19.42

Nguồn: www.finance.google.com, TVSI tổng hợp

Tỷ giá : 1USD = 18,544 VND



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

- Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.
- Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.
- TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Phó phòng Phân tích đầu tư

Ths. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Phan Hoàng Diệu

Email: dieuph@tvsj.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI

Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày
Morning Briefing
Tổng kê giao dịch cuối ngày
Tổng kê giao dịch tuần
Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
Lịch sự kiện theo tháng

Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
Báo cáo phân tích ngành
Báo cáo phân tích công ty

Báo cáo thống kê

EPS Flash Report
Investment Tool
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

Hội thảo

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Sản phẩm giao dịch

I-trade Home
I-trade Pro

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 3728 0921

Fax: (04) 3728 0920

Chi nhánh HCM

Chi nhánh Hoàn Kiếm, Hà Nội

Chi nhánh An Đông, HCM

Chi nhánh Hải Phòng

Chi nhánh Đà Nẵng

193 Trần Hưng Đạo, Q.1

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

95A Nguyễn Duy Dương, Q.5

19 Điện Biên Phủ

114 Quang Trung

ĐT: (08) 3838 6868

ĐT: (04) 3933 2233

ĐT: (08) 3830 6547

ĐT: (031) 3757 556

ĐT: (0511) 3752 282

Fax: (08) 3920 7542

Fax: (04) 3933 5120

Fax: (08) 3830 6547

Fax: (031) 3757 560

Fax: (0511) 3752 283

Website: www.tvsj.com.vn

Email: contact@tvsj.com.vn