

BÁO CÁO CẬP NHẬT

CTCP PHÂN ĐẠM VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ
- DPM

Ngày 03/03/2009



CTCP PHÂN ĐẠM & HÓA CHẤT DẦU KHÍ – CẬP NHẬT

GIỚI THIỆU

CTCP Phân đạm và Hóa chất dầu khí (DPM) được thành lập năm 2003, là thành viên của tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam (PVN). Tháng 09-2007, DPM chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần, sau đó niêm yết trên Hose vào tháng 12-2007. Vốn điều lệ hiện tại của Công ty là 3.800 tỷ đồng.

DPM hiện là công ty dẫn đầu cả nước về sản xuất và phân phối phân đạm. Hoạt động chủ yếu của DPM là sản xuất và kinh doanh urê, ammoniac lỏng, điện, khí gas công nghiệp và các sản phẩm phân bón, hóa học khác.

Nguồn thu chính của công ty đến từ hoạt động kinh doanh urê do công ty sản xuất. Hiện nay, nhà máy DPM luôn hoạt động hiệu quả, ổn định và đạt hết công suất thiết kế là 740.000 tấn urea/năm.

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	Vật liệu cơ bản
Niêm Yết	HOSE
Mã CK	DPM
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.800
Cao nhất trong 52 tuần	65.300
Thấp nhất trong 52 tuần	26.800
KLGD BQ trong 10 ngày	384.248

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (03/03/2009)	27.300
Vốn hóa TT (tỷ đồng)	10.754
EPS 2008 (VND)	3.636
P/E 2008 (x)	7,5
P/E forward 2009 (x)	10,3
EV/EBITDA 2008 (x)	3.8
EV/EBITDA 2009 (x)	4.6
ROE 2008 (%)	29,1
ROA 2008 (%)	26,4

TIÊU ĐIỂM CÔNG TY

▪ Điểm lại kết quả kinh doanh năm 2008: bức tranh tương phản giữa hoạt động kinh doanh hàng sản xuất và hoạt động thương mại

Kết thúc năm 2008, DPM đạt 6.475 tỷ doanh thu thuần, tăng mạnh 71,3%. Trong khi đó, LNST đạt 1.379 tỷ, chỉ tăng 3,7% so với năm 2007, chủ yếu do bị ảnh hưởng bởi hoạt động kinh doanh hàng thương mại.

Kinh doanh urê tự sản xuất tiếp tục đem lại doanh thu và lợi nhuận cao trong năm... Tổng sản lượng urê được sản xuất và tiêu thụ lần lượt đạt 754.985 tấn và 741.185 tấn trong năm 2008. Mặc dù giá bán phân đạm giảm mạnh hơn 50% trong Q4-2008 sau khi tăng cao đến VND 11 triệu đồng/tấn vào cuối Q2, doanh thu từ kinh doanh urê tự sản xuất trong năm 2008 vẫn tăng mạnh đến 40% so với năm trước, đạt 4.977 tỷ và chiếm 76,9% tổng doanh thu thuần. Giá bán urê bình quân trong năm 2008 ước vào khoảng VND 6,7 triệu đồng/tấn. Tỷ suất lợi nhuận gộp biên của hàng tự sản xuất do đó cũng tăng đáng kể và đạt 57% so với mức 41% trong năm trước mặc cho chi phí khấu hao trong năm 2008 khá cao.

....nhưng kinh doanh hàng thương mại bị ảnh hưởng nặng bởi giá phân bón giảm đã tác động tiêu cực đến lợi nhuận sau cùng của công ty. Song song với kinh doanh hàng tự sản xuất, trong năm DPM cũng đã nhập khẩu hơn 256.000 tấn phân bón các loại (chủ yếu là urê, kali, và DAP) nhằm đáp ứng nhu cầu nội địa. Trong đó, 190.000 tấn phân đạm đã được tiêu thụ trong năm với tổng doanh thu thuần đạt 1.489 tỷ đồng, chủ yếu tập trung trong Q4-2008. Giá phân bón đồng loạt giảm mạnh từ Q3 đã làm cho DPM phải gánh chịu một khoản giảm đáng kể là VND 346 tỷ từ doanh thu hàng thương mại. Thêm vào đó, tính đến cuối năm 2008, giá trị hàng thương mại tồn kho của công ty là 1.295 tỷ đồng (hay 66.000 tấn) bao gồm 23.000 tấn phân Kali và 43.000 tấn phân DAP. Giá vốn của nhóm hàng thương mại trên vào khoảng 21 triệu đồng/tấn cho phân DAP và 14 triệu đồng/tấn cho phân Kali. Tại thời điểm cuối năm 2008, DPM đã trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho cho nhóm hàng thương mại này là 643 tỷ đồng, tương ứng với tỉ lệ giảm giá 50%.

Do đó, xét đến kết quả hoạt động của toàn công ty, tỷ suất lợi nhuận gộp biên giảm từ 39,2% năm 2007 xuống còn 28,6% năm 2008, chủ yếu do lỗ từ kinh doanh hàng thương mại và mức dự phòng giảm giá hàng tồn kho lớn. Đồng thời, các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cũng tăng cao, góp phần làm giảm tỷ lệ lợi nhuận thuần biên. Lợi nhuận thuần biên năm 2008 đạt 21,3%, giảm so với mức 35,2% trong năm 2007, ghi nhận mức thuế TNDN trong năm 2008 phải trả là 8%.

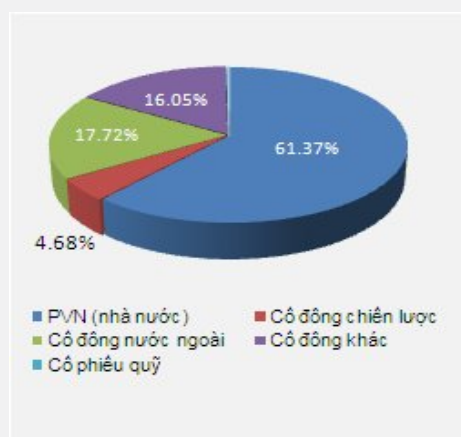
Điều chỉnh trong chính sách bán hàng làm tăng các khoản phải thu, nhưng vẫn trong tầm kiểm soát. Vào thời điểm cuối năm 2008, các khoản phải thu khách hàng đã tăng mạnh và đạt 538 tỷ đồng, tương đương 30 ngày so với 3 ngày trong năm 2007. Theo DPM, nếu như trước đây Công ty thường áp dụng chính sách bán hàng thanh toán ngay thì với những biến động bất lợi gây nhiều khó khăn cho bà con nông dân trong năm vừa qua, công ty đã linh hoạt thay đổi chính sách bán hàng của mình, tạo điều kiện cho khách hàng được thanh toán sau và các khoản nợ được bảo lãnh bởi ngân hàng, nên các rủi ro về nợ xấu tương đối thấp.

Công ty đã chủ động trả hết nợ vay nhờ vào lượng tiền mặt dồi dào trong năm 2008. DPM có khả năng tạo ra nguồn tiền lớn với hơn 2.000 tỷ đồng mỗi năm thông qua hoạt động sản xuất kinh doanh truyền thống. Nguồn tiền này không chỉ đảm bảo cho công ty giữ được mức nợ vay thấp mà còn hỗ trợ tích cực cho các dự án đầu tư của DPM. Với năng lực tài chính lớn, DPM không phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay, do đó chi phí lãi vay cũng duy trì ở mức rất thấp. Khoản vay ngắn hạn cũng đã giảm đáng kể từ 580 tỷ cuối năm 2007 xuống còn hơn 4 tỷ cuối năm 2008. Do đó, tỷ lệ nợ/vốn CSH của DPM duy trì ở mức rất thấp là 0,15% trong năm 2008.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH 2008

Doanh thu (tỷ đồng)	6.475
LN sau thuế (tỷ đồng)	1.379
Tỷ suất LN gộp (%)	28,6
Tỷ suất LN thuần (%)	21,3
EBITDA margin (%)	40,2
Nợ/Vốn (%)	0,15
EPS (VND)	3.636

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Reuters

Bên cạnh đó, mặc dù sở hữu dòng tiền nhàn rỗi lớn, công ty không có nhiều các khoản đầu tư tài chính. Tính đến cuối 2008, DPM chỉ đầu tư dài hạn 16,5 tỷ đồng vào cổ phiếu và 10 tỷ đồng vào trái phiếu. Do đó công ty không bị tác động nhiều bởi sự sụt giảm mạnh của thị trường tài chính chứng khoán trong năm 2008 và do đó cũng không trích lập dự phòng đầu tư tài chính cho năm qua.

- **Dự án đầu tư nâng cấp công suất sẽ được triển khai trong năm 2009.** DPM đã ký kết hợp đồng EPC với nhà thầu Hàn Quốc Samsung Engineering Co. cho dự án thu hồi CO2 nhằm tăng công suất nhà máy Đạm Phú Mỹ thêm 60.000 tấn/năm. Dự án này sẽ được triển khai trong năm nay với thời gian thực hiện là 24 tháng. Vốn đầu tư cho dự án vào khoảng 27 triệu USD (tương đương 475 tỷ đồng), có thể huy động từ nguồn vốn tự có.

DPM còn một số dự án quan trọng trong ngắn và trung hạn khác như dự án hợp tác sản xuất DAP tại Ma-rốc, dự án xây dựng trung tâm thương mại Cửa Long tại thành phố Cà Mau, dự án cảng Cái Cui ở Cần Thơ, và dự án xây dựng cao ốc tại số 43 Mạc Đĩnh Chi, TPHCM.

Bên cạnh đó, Công ty cũng có chiến lược dài hạn xây dựng hệ thống phát triển mạng hóa chất phục vụ cho sản xuất công nghiệp do đây là thị trường còn nhiều tiềm năng.

Ngoài ra, DPM đang xây dựng phương án và chọn đối tác chiến lược nhằm giảm tỷ lệ sở hữu của Tập đoàn dầu khí PVN từ 61% xuống còn 51%

- **Dự báo 2009 – Kinh doanh hàng tự sản xuất vẫn đảm bảo đem lại lợi nhuận cho công ty, tuy có suy giảm do mặt bằng giá bán duy trì ở mức thấp. Hoạt động kinh doanh hàng thương mại gây quan ngại về hiệu quả tài chính.** DPM với hơn 40% thị phần vẫn đóng vai trò hết sức quan trọng trong việc bình ổn thị trường phân đạm trong nước. Năm 2009, DPM vẫn dự kiến sản xuất và tiêu thụ khoảng 750.000 tấn urê. Giá bán dự kiến duy trì ở mức thấp khoảng VND 5.500 đồng/kg, là nhân tố chính dẫn đến doanh thu và lợi nhuận năm 2009 giảm. Giá khí gas dùng trong sản xuất urê vẫn được PVN hỗ trợ trong năm nay (2,2 USD/MBTU) nên sẽ không có biến động lớn về chi phí GVHB, ngoại trừ những rủi ro về tỷ giá.

Về hoạt động kinh doanh hàng thương mại, công ty cũng dự kiến nhập và phân phối khoảng 250.000 tấn phân đạm các loại trong năm 2009 nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường nội địa. Tuy nhiên, theo dự phóng của chúng tôi, DPM chỉ tiêu thụ vào khoảng 200.000 tấn phân đạm nhập khẩu trong năm nay gồm 134.000 tấn urê, 66.000 tấn kali và DAP. Do hiện nay giá nhập khẩu phân urê cao hơn giá bán trong nước, kinh doanh hàng thương mại theo chúng tôi sẽ không đem lại “hiệu quả tài chính” cho công ty nhưng đây chính là nhiệm vụ bình ổn và đáp ứng nhu cầu thị trường của DPM.

Với những yếu tố trên, doanh thu và lợi nhuận năm 2009 ước đạt 5.453 tỷ và 1.003 tỷ đồng tương ứng.

Trong năm 2010, giá khí gas đầu vào tăng lên 3.66 USD/MBTU, làm tăng chi phí sản xuất. Do đó, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty được dự báo suy giảm trong năm 2010 trên cơ sở giá bán ước tính không biến động so với 2008; tuy nhiên lợi nhuận sẽ ít bị tác động do chi phí khấu hao giảm mạnh trong năm 2010.

- **Khuyến nghị đầu tư**

Với giá thị trường hiện tại là 27.300 đồng, cổ phiếu DPM hiện đang giao dịch với P/E forward 2009 là 10,3x và tỷ suất EV/EBITDA 2009 là 4,6x. Mặc dù EPS 2009 của công ty được dự báo giảm, chúng ta nhận thấy rằng DPM vẫn giữ vững vị trí hàng đầu trong ngành và có khả năng đem lại dòng tiền vững chắc trong các năm tới. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị GIỮ cho cổ phiếu này.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÁ KHỨ VÀ DỰ PHÓNG

KẾT QUẢ KINH DOANH (Triệu đồng)	2006A	2007A	2008A	2009F	2010F
Doanh thu thuần	3.050.829	3.779.038	6.475.368	5.453.000	5.525.000
Giá vốn hàng bán	1.924.790	2.298.181	4.623.758	4.005.602	3.988.585
Lợi nhuận gộp	1.126.040	1.480.857	1.851.610	1.447.398	1.536.415
LN từ hoạt động kinh doanh	919.765	1.266.950	1.489.609	972.987	1.055.740
LN trước thuế	1.161.497	1.329.683	1.495.617	1.090.369	1.177.996
LN sau thuế	1.161.308	1.329.481	1.379.180	1.003.139	1.083.756

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Triệu đồng)	2006A	2007A	2008A	2009F	2010F
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.717.986	472.352	942.714	817.950	828.750
Đầu tư tài chính ngắn hạn	900.000	1.500.000	-	1.554.086	2.255.186
Các khoản phải thu ngắn hạn	402.486	59.503	756.081	502.722	509.360
Tồn kho	248.086	400.698	1.111.728	987.683	983.487
<i>Hàng tồn kho</i>			1.754.722	987.683	983.487
<i>Dự phòng giảm giá hàng tồn kho</i>			(642.994)	-	-
Tài sản lưu động khác	31.140	35.024	68.921	59.708	59.454
Tài sản cố định	3.323.245	2.780.644	1.899.295	655.911	220.889
Chi phí xây dựng dở dang	42.679	27.230	163.619	557.369	787.500
Đầu tư tài chính dài hạn	29.900	24.425	50.504	50.504	50.504
Tài sản dài hạn khác	12.915	465.901	387.693	329.228	329.228
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	6.665.757	5.738.548	5.216.937	5.515.160	6.024.358
Vay và nợ ngắn hạn	579.636	580.104	4.021	-	-
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	555.390	781.166	466.209	366.810	365.252
Nợ dài hạn	869.454	-	12.318	12.269	9.269
Tổng Vốn CSH	4.659.739	4.377.160	4.734.389	5.115.081	5.628.837
<i>Vốn điều lệ</i>	<i>2.571.246</i>	<i>3.800.000</i>	<i>3.800.000</i>	<i>3.800.000</i>	<i>3.800.000</i>
<i>Cổ phiếu quỹ</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>(35.053)</i>	<i>(35.053)</i>	<i>(35.053)</i>
<i>Thặng dư vốn</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>Lợi nhuận giữ lại</i>	<i>71.430</i>	<i>399.778</i>	<i>771.542</i>	<i>1.204.682</i>	<i>1.718.438</i>
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	6.665.757	5.738.548	5.216.937	5.515.160	6.024.358

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CHỦ YẾU	2006A	2007A	2008A	2009F	2010F
Tăng trưởng doanh thu (%)	20,2	23,9	71,3	(15,8)	1,3
Tỷ suất LN gộp (%)	36,9	39,2	28,6	26,5	27,8
Tỷ suất LN thuần (%)	38,1	35,2	21,3	18,4	19,6
ROA (%)	20,2	22,3	26,4	18,2	18,0
ROE (%)	26,5	26,4	29,1	19,6	19,3
EPS (VND)	4.517	3.499	3.636	2.640	2.852
Tăng trưởng EPS (%)	n/a	(22,5)	3,9	(27,3)	8,0

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Trịnh Thanh Cần	can.trinh@vcsc.com.vn
Hoàng Thị Hoa	hoa.hoang@vcsc.com.vn
Nguyễn Xuân Giao	giao.nguyen@vcsc.com.vn
Đinh Thị Như Hoa	hoa.dinh@vcsc.com.vn
Ông Thị Thanh Thảo	thao.ong@vcsc.com.vn
Nguyễn Ngọc Ý Nhi	nhi.nguyen@vcsc.com.vn
Phạm Bảo Nguyên Anh	anh.pham@vcsc.com.vn
Võ Phúc Nguyên	nguyen.vo@vcsc.com.vn
Võ Xuân Quỳnh	quynh.vo@vcsc.com.vn

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam
ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209
<http://www.vcsc.com.vn>