

Kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng 10% trong năm 2010

Tăng trưởng sản lượng Sản lượng đạm tự sản xuất của DPM sẽ gia tăng 10.000 tấn và trong các năm tiếp theo tăng thêm 60.000 tấn nhờ Dự án thu hồi khí thải CO₂.

Chi phí khấu hao giảm mạnh. Sau năm 2010, nhà máy DPM (với vốn đầu tư ban đầu 380 triệu USD) sẽ hết khấu hao. Chi phí khấu hao giảm sẽ tác động tích cực tới giá vốn hàng bán và làm gia tăng lợi nhuận gộp của công ty.

Giá khí đầu bình vào bình quân trong năm 2010 là \$3.4/MMBTU, tăng 55% so với năm 2009. Theo đánh giá của chúng tôi, giá khí đầu vào sẽ tăng lên \$3.47/MMBTU vào năm 2011 và có thể tăng lên \$5/MMBTU vào năm 2012 để tăng cường khả năng cạnh tranh của Nhà máy Đạm Cà Mau. Theo tính toán của chúng tôi trong trường hợp giá khí đầu vào tăng lên \$5/MMBTU thì giá vốn hàng bán sẽ tăng thêm 614 tỷ (tương ứng với 42%) so với năm 2011, tỉ suất lợi nhuận gộp trong năm 2012 sẽ giảm xuống 33% so với 45% trong năm 2011.

Dự án xây dựng nhà máy phân lân NPK giúp DPM giảm bớt áp lực cạnh tranh đối với nguồn cung Ure ngày một dư thừa sau năm 2012.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2010. Chúng tôi dự báo rằng, DPM sẽ đạt được doanh thu 6.004 tỉ vào năm 2010, giảm 9% so với năm 2009 và hoàn thành 106% kế hoạch. Lợi nhuận sau thuế năm 2010 đạt 1.480 tỉ, tăng 10% so với năm 2009 và hoàn thành 196% kế hoạch.

Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ cổ phiếu DPM với giá bán mục tiêu là 37.300 đồng/cổ phiếu tương ứng với tương đương P/E 2010E 9,53x, P/B 2010E 2,26x và EV/EBITDA 2010E 5,25x, P/S 2010E 2,35x.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH, tháng 11/2010	2009A	2010F	2011F	2012F
Lợi nhuận ròng, tỷ VNĐ	1.348	1.480	1.794	1.191
EPS, VNĐ	3.556	3.913	4.741	3.155
Thay đổi EPS (YoY), %	-2%	10%	21%	-33%
FCFF/ cổ phần, VNĐ	7.002	4.450	2.223	(150)

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, tháng 11/2010	2009A	2010F	2011F	2012F
P/S	2,0	2,2	2,1	2,1
P/E	9,8	8,9	7,4	11,1
EV/EBITDA	4,1	3,5	3,7	5,8
P/B	2,4	2,1	1,8	1,7

Đánh giá: **NĂM GIỮ**

Phân tích cổ phiếu | Phân bón & hóa chất
24 tháng 11 năm 2010



Nguyễn Thu Huyền
Phó phòng Nghiên cứu và Phân tích
huyennt@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Thông tin cổ phiếu

Mã cổ phiếu:	DPM
Giá cổ phiếu (24/11/2010):	35.500 đồng
Giá mục tiêu:	37.300 đồng
Số cp đang lưu hành:	379.000.000 cp
Giá trị vốn hóa:	13.454,5 tỷ đồng
KLGDQB 10 ngày:	467.099 cp
ROE (2010E):	25.1%

Biến động cổ phiếu DPM trên HOSE



DPM █
VN- Index █

DỰ BÁO TÀI CHÍNH, tỷ đồng	2009A	2010F	2011F	2012F
Doanh thu thuần	6.630	6.005	6.272	6.280
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	<i>2%</i>	<i>-9%</i>	<i>4%</i>	<i>0%</i>
Lợi nhuận gộp	1.985	2.257	2.812	2.091
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>	<i>7%</i>	<i>14%</i>	<i>25%</i>	<i>-26%</i>
Lợi nhuận hoạt động	1.406	1.733	2.264	1.543
<i>Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động</i>	<i>0%</i>	<i>23%</i>	<i>31%</i>	<i>-32%</i>
Lợi nhuận ròng	1.348	1.480	1.794	1.191
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	<i>-3%</i>	<i>10%</i>	<i>21%</i>	<i>-34%</i>

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN, tỷ đồng	2009A	2010F	2011F	2012F
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.906.125	3.832.646	3.924.997	3.115.535
Các khoản phải thu	41.213	37.326	38.988	39.034
Hàng tồn kho	569.253	735.912	768.684	769.598
Tài sản cố định hữu hình	933.332	283.064	1.005.081	1.330.619
Tài sản cố định vô hình	85.446	27.689	27.644	27.595
Tài sản khác	1.815.833	1.908.633	2.033.125	3.008.599
Tổng cộng tài sản	6.351.202	6.825.271	7.798.519	8.290.981
Nợ ngắn hạn	565.622	499.621	427.661	482.150
<i>Vay ngắn hạn</i>	<i>28.047</i>	<i>73.591</i>	<i>23.061</i>	<i>23.088</i>
Nợ dài hạn	228.701	48.522	50.161	50.207
<i>Vay dài hạn</i>	<i>216.974</i>	<i>36.796</i>	<i>38.434</i>	<i>38.480</i>
Vốn chủ sở hữu	5.535.404	6.249.118	7.284.769	7.717.441
Lợi ích của cổ đông thiểu số	21.474	28.009	35.928	41.185
Tổng cộng nguồn vốn	6.351.202	6.825.271	7.798.519	8.290.982

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009A	2010F	2011F	2012F
D/E, %	4,4	1,8	0,8	0,8
ROE, %	26,3	25,1	26,5	15,9
ROA, %	23,4	22,5	24,5	14,8
Khả năng thanh toán hiện hành, lần	6,8	10,1	12,4	11,3
Khả năng thanh toán nhanh, lần	5,83	8,63	10,60	9,74

TỶ SUẤT LỢI NHUẬN	2009A	2010F	2011F	2012F
Tỷ suất lợi nhuận gộp, %	30	38	45	33
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động, %	21	29	36	25
Tỷ suất EBIT, %	23	33	38	25
Tỷ suất EBITDA, %	38	45	41	28
Tỷ suất lợi nhuận ròng, %	20	25	29	19
ROE, %	26	25	27	16
ROA, %	23	22	25	15

Nguồn: Báo cáo công ty, chuyên viên phân tích dự báo

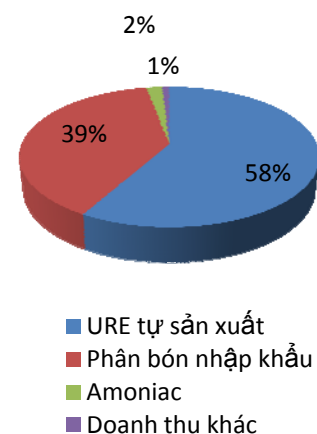
MÔ TẢ CÔNG TY

Tổng CTCP Phân bón và hóa chất dầu khí là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn dầu khí Quốc gia Việt Nam, được giao nhiệm vụ quản lý, vận hành và kinh doanh các sản phẩm của Nhà máy Đạm Phú Mỹ. Hiện nay, DPM là doanh nghiệp lớn nhất trong ngành sản xuất phân bón, cung cấp 40% nhu cầu phân đạm urê và 40% nhu cầu khí amoniac lỏng cho thị trường.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị nên NẮM GIỮ cổ phiếu DPM qua giai đoạn này với kỳ vọng lợi nhuận sau thuế sẽ tăng trưởng 21% trong năm 2011 do chi phí khấu hao giảm và kỳ vọng giá khí đầu vào sẽ chỉ tăng 0.2%.

Cơ cấu doanh thu 2009



BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2009A	2010F	2011F	2012F
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH				
Lợi nhuận ròng	1.348	1.480	1.794	1.191
Khấu hao	1.038	719	148	152
Giảm (tăng) khoản phải thu khách hàng	469	4	(2)	(0)
Giảm (tăng) khoản trả trước cho người bán	(39)	8	(3)	(516)
Giảm (tăng) các khoản phải thu khác	(49)	6	(3)	(344)
Giảm (tăng) hàng tồn kho	1.176	(167)	(33)	(1)
Giảm (tăng) tài sản ngắn hạn khác	(20)	8	(3)	(0)
Tăng (giảm) phải trả người bán	7	(41)	(13)	33
Tăng (giảm) ứng trước của khách hàng	(13)	2	0	-
Tăng (giảm) thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	103	(64)	(4)	11
Tăng (giảm) phải trả người lao động	5	(10)	(2)	6
Tăng (giảm) các khoản phải trả, phải nộp khác	1	2	(2)	4
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	3.393	1.947	1.876	536
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ				
Bán (mua) tài sản cố định	(862)	(11)	(870)	(478)
Bán (mua) tài sản dài hạn	(363)	(115)	(115)	(115)
Giảm (tăng) các tài sản dài hạn khác	88	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(1.137)	(126)	(985)	(593)
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH				
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, mua bán cổ phiếu	(8)	(10)	-	-
Chi trả cổ tức	(523)	(758)	(758)	(758)
Tăng (giảm) chênh lệch tỷ giá hối đoái và thay đổi vốn chủ sở hữu	-	2	-	-
Tăng (giảm) các quỹ dự trữ	-	(0)	-	-
Tăng (giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	7	8	5
Tăng (giảm) các khoản nợ ngắn hạn	24	46	(51)	0
Tăng (giảm) các khoản nợ trung-dài hạn	214	(180)	2	0
Tăng (giảm) các khoản vay và nợ dài hạn khác	1	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ các hoạt động tài chính	(292)	(895)	(799)	(753)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.963	927	92	(809)

Nguồn: Báo cáo công ty, chuyên viên phân tích dự báo

PHÂN TÍCH CÔNG TY

Tăng trưởng sản lượng

Sản lượng đạm tự sản xuất của DPM sẽ gia tăng từ cuối năm 2010 nhờ dự án thu hồi khí thải CO2 đã hoàn thành và bắt đầu đi vào hoạt động từ Q4/2010. Theo đó, sản lượng đạm sản xuất trong năm 2010 sẽ tăng thêm 10.000 tấn và trong các năm tiếp theo tăng thêm 60.000 tấn. Nhà máy đạm Phú Mỹ hiện đang vận hành với công suất thiết kế là 740.000 tấn. Dự báo sau năm 2010, công suất của nhà máy sẽ được nâng lên 800.000 tấn.

Chi phí khấu hao giảm mạnh

Sau năm 2010, Nhà máy đạm Phú Mỹ sẽ hết khấu hao. Chi phí khấu hao giảm sẽ tác động tích cực tới giá vốn hàng bán và làm gia tăng lợi nhuận gộp của công ty. Nhà máy đạm Phú Mỹ bắt đầu cho ra sản phẩm đầu tiên từ Q4/2004 với chi phí đầu tư là 380 triệu USD. Nhà máy thực hiện chính sách khấu hao nhanh trong vòng 6 năm.

Giá khí đầu vào

Giá khí đầu bình vào bình quân trong năm 2010 là \$3.4/MMBTU, tăng 55% so với năm 2009. Theo đánh giá của chúng tôi, giá khí đầu vào sẽ tăng lên \$3.47/MMBTU vào năm 2011 và có thể tăng lên \$5/MMBTU vào năm 2012 để tăng cường khả năng cạnh tranh của Nhà máy Đạm Cà Mau. Nhà máy Đạm Cà Mau sẽ chính thức đi vào hoạt động vào năm 2012 với công suất thiết kế 800.000 tấn/năm (bằng công suất của Đạm Phú Mỹ) nhưng chi phí sản xuất lại cao hơn nhiều do suất đầu tư lớn và chi phí giá khí đầu vào cao. Theo tính toán của chúng tôi trong trường hợp giá khí đầu vào tăng lên \$5/MMBTU thì giá vốn hàng bán sẽ tăng thêm 614 tỷ so với năm 2011 (tương ứng với 42%), tỉ suất lợi nhuận gộp trong năm 2012 sẽ giảm xuống 33% so với 45% trong năm 2011.

Dự án nhà máy phân lân NPK

DPM sẽ xây dựng nhà máy sản xuất phân lân NPK theo công nghệ hiện đại với công suất 400.000 tấn năm. Chi phí đầu tư 1.200 tỷ, được lấy từ nguồn vốn tự có của công ty. Dự án dự định sẽ bắt đầu xây dựng vào năm 2011 và dự kiến cho sản phẩm đầu tiên vào cuối năm 2012. Chúng tôi hy vọng cho rằng, nhà máy NPK khi đi vào hoạt động sẽ giúp giảm bớt áp lực đối với nguồn cung Ure ngày một dư thừa sau năm 2012. Do nhà máy sẽ kết quả kinh doanh của nhà máy mới sẽ ảnh hưởng chính tới kết quả kinh doanh của DPM từ năm 2013 nên chúng tôi không tính toán hiệu quả kinh tế mang lại từ dự án này vào mô hình định giá DPM giai đoạn 2010-2012.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2010

Chúng tôi dự báo rằng, DPM sẽ đạt được doanh thu 6.004 tỉ vào năm 2010, giảm 9% so với năm 2009 và hoàn thành 106% kế hoạch. Lợi nhuận sau thuế năm 2010 đạt 1.480 tỉ, tăng 10% so với năm 2009 và hoàn thành 196% kế hoạch.

CƠ SỞ DỰ BÁO TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Dự báo các khoản mục chính trong mô hình:

Sản lượng tiêu thụ

Chúng tôi dự báo rằng sản lượng tiêu thụ đạm do nhà sản xuất ra trong năm 2010 là 755.000 tấn (tăng 1.1% so với năm 2009) và đạt 800.000 tấn (tăng 8% so với năm 2009) vào các năm 2011, 2012 do dự án thu hồi khói thải CO2 đã hoàn thành và bắt đầu đi vào hoạt động từ Q4/2010. Sản lượng DPM nhập khẩu dự báo ở mức 250.000 tấn trong năm 2010-2011 và bằng 0 trong năm 2012 do trong năm 2012, Nhà máy Đạm Cà Mau sẽ bắt đầu hoạt động, sản lượng đạm sản xuất đã bắt đầu đáp ứng được nhu cầu thiếu hụt trong nước.

Giá bán sản phẩm

Chúng tôi dự báo rằng giá bán sản phẩm sẽ tăng lên 12% trong năm 2010 lên mức 5.78 triệu đồng/tấn do tác động của sự gia tăng của giá đạm trên thị trường quốc tế và giá định giá bán không gia tăng trong năm 2011, 2012 do nền kinh tế thế giới chưa thực sự vượt ra khỏi khủng hoảng và DPM sẽ phải chia sẻ thị trường khi sản lượng Nhà máy Đạm Cà Mau bắt đầu sản xuất và Nhà máy Đạm Hà Bắc gia tăng sản lượng.

Giá khí đầu vào

Chúng tôi dự báo rằng giá khí đầu bình quân vào trong năm 2010 bằng \$3.4/MMBTU dựa trên nội dung công văn 9286/DKVN-HĐQT về việc giá bán khí đồng hành ở mỏ Cửu Long của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam cho DPM. Giá khí đầu vào trong năm 2011 bằng \$3.47/MMBTU, tăng 0.2% so với năm 2009 và giá khí đầu vào trong năm 2012 bằng \$5/MMBTU, tăng 44% do khả năng trong năm 2012, PVN sẽ tăng giá khí đầu vào của DPM xấp xỉ bằng giá khí bán cho Nhà máy Đạm Cà Mau để tăng tính cạnh tranh cho sản phẩm của nhà máy Đạm Cà Mau.

Chi phí đầu tư dài tài sản cố định

Chúng tôi dự báo rằng chi phí đầu tư tài sản cố định sẽ gia tăng 1.200 tỉ trong giai đoạn 2011-2012 vì DPM dự định sẽ đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất NPK với công suất 400.000 tấn/năm trong giai đoạn trên.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU DPM

Do sản xuất phân đạm Ure làm một ngành mới và đặc thù, có ít doanh nghiệp thực hiện nên chúng tôi không tìm thấy các công ty sản xuất tương tự ở Việt Nam để lấy làm cơ sở so sánh. Để so sánh DPM, chúng tôi tiến hành so sánh với các doanh nghiệp có cùng mức độ vốn hóa và đang niêm yết tại Việt Nam. Định giá cho thấy các công ty này đang giao dịch ở mức trung bình và trung vị mức P/E 2010P lần lượt là: 10,7x, 9,5x và P/B 2010P khoảng 1,8x.

STT	Mã chứng khoán	Giá cổ phiếu ngày 22/11/2010	Số cổ phiếu lưu hành	Vốn hóa (tỷ đồng)	Lợi nhuận kế hoạch 2010	P/E 2010P	P/B 2010P
1	FPT	69.000	192.819.839	13.305	1.279	10,4	3,1
2	HPG	37.400	294.545.994	11.016	1.350	8,2	1,8
3	KBC	27.300	289.760.513	7.910	1.200	6,6	1,8
4	PVD	47.000	209.799.165	9.861	810	12,2	2,0
5	SSI	21.800	351.111.742	7.654	900	8,5	1,3
6	VCG	20.400	298.276.207	6.085	423	14,4	1,8
7	VNM	84.000	353.026.720	29.654	2.660	11,1	3,2
8	EIB	13.500	1.056.009.600	14.256	1.650	8,6	1,0
9	PVF	19.800	500.000.000	9.900	490	20,2	1,4
10	STB	13.900	917.923.013	12.759	1.800	7,1	1,0
Trung bình						10,7	1,8
Trung vị						9,5	1,8

Nguồn: Kế hoạch lợi nhuận, chuyên viên phân tích dự báo.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU DPM

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU	2009A	2010F	2011F	2012F
P/S	17.448	15.843	16.549	16.569
P/S mua	2,0	2,2	2,1	2,1
Định giá theo P/S		39.609	41.372	41.422
		25%		
EPS	3.556	3.913	4.741	3.155
P/E mua	9,8	8,9	7,4	11,1
Định giá theo P/E		39.126	47.410	31.555
EBITDA/ CP	6.728	7.111	6.707	4.596
EV /CP	27.878,6	25.078,7	24.706,1	26.842,0
EV/EBITDA mua	4,1	3,5	3,7	5,8
Định giá theo EV/EBITDA		35.554	33.536	22.979
Giá trị sổ sách/CP	14.605	16.488	19.221	20.363
P/B mua	2,4	2,1	1,8	1,7
Định giá theo giá trị sổ sách		32.977	38.442	40.725
GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU		37.340	39.907	36.140

*Trên cơ sở so sánh với kết quả định giá nói trên, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ CỔ PHIẾU DPM** với giá bán mục tiêu là **37.300 đồng/cổ phiếu***

Chúng tôi đã lập mô hình tính toán dòng tiền khả dụng của Tổng Công ty cổ phần Phân bón và hóa chất Dầu khí (DPM) và định giá DPM theo 4 phương pháp P/S, EV/EBITDA, P/E và P/B. Trung vị kết quả 4 phương pháp này cho thấy giá bán mục tiêu của DPM là 37.300 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2010E 9,53x, P/B 2010E 2,26x, EV/EBITDA 2010E 5,25x và P/S 2010E 2,35x.

Chúng tôi tin là các số liệu định giá khi thoái vốn là phù hợp so với các cổ phiếu khác trong cùng ngành kinh doanh của Tổng Công ty Phân bón và hóa chất Dầu khí.

Xác nhận của người viết

Tôi, Nguyễn Thu Huyền, xác nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của cá nhân tôi. Tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của tôi liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo nghiên cứu này.

Khuyến cáo

Báo cáo này được phát hành bởi Phòng Nghiên cứu Phân tích VietinBankSc. Các thông tin, nhận định trong báo cáo này được VietinBankSc xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin có sẵn, đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy và hợp pháp. Tuy nhiên, VietinBankSc không đảm bảo tính đầy đủ, chính xác của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định, dự báo trong báo cáo này mang tính chủ quan của người viết. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM VIETINBANK SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Trụ sở chính

306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Tel: (84.4) 62 780012
Fax: (84.4) 39 741760

Chi nhánh Tp. Hà Nội

65 Trần Duy Hưng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (84.4) 35 565858
Fax: (84.4) 35 565959

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

49 Tôn Thất Đạm, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP.HCM
Tel: (84.8) 38 209987
Fax: (84.8) 38 200921

Website: www.vietinbanksc.com.vn
Email: phantich@vietinbanksc.com.vn