

MCK: DPM (HSX)

BẢN CẬP NHẬT LẦN 2

TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ

NĂM GIỮ

TRUNG HẠN

HÓA CHẤT

ĐỊNH GIÁ

39.500

Chuyên viên: Phạm Như Ngọc

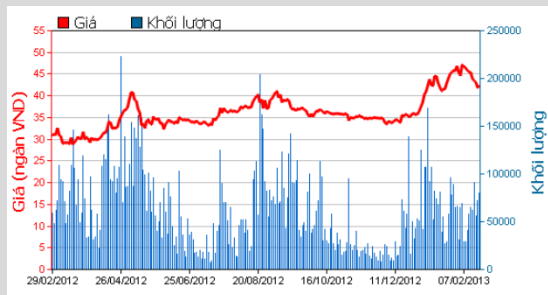
Email: ngoc.pn@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (06/03/2013)	42.800
Giá cao nhất (52 tuần)	46.900
Giá thấp nhất (52 tuần)	27.100
Số CP đang lưu hành	377.647.740
KLGBQ/phần (30 phần gần nhất)	568.826
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	16.159
Trailing P/E 2012(x)	4,8
Forward P/E 2013(x)	9,2
P/BV (BV 2012) (x)	1,8

Đồ thị giá từ ngày



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: tỷ đồng	2010	2011	2012	2013 F
DT	6.618,8	9.226,5	13.321,9	11.336,4
LNTT	1.921,6	3.510,2	3.544,2	2.189,3
LNST	1.703,2	3.105,5	3.019,0	1.905,2
VĐL	3.800,0	3.800,0	3.800,0	3.800,0
VCSH	6.193,8	8.227,1	8.959,7	10.147,3
TTS	7.418,6	9.295,2	10.580,3	11.541,0
ROE	27,5%	37,3%	32,9%	18,8%
ROA	23,0%	33,4%	28,5%	16,5%
EPS (VNĐ)	4.499	8.288	7.996	5.045
GTSS (VNĐ)	16.299	21.650	23.578	26.870
Tỷ lệ cổ tức	20%	20%	25%	25%

Nguồn: DPM, Rong Viet Securities ước tính

Báo cáo này là bản cập nhật "Báo cáo phân tích DPM, Rong Viet Securities phát hành ngày 27/07/2011". Trong báo cáo này, chúng tôi đánh giá một số điểm thay đổi chính trong hoạt động của DPM và dự báo kết quả kinh doanh trong tương lai. Theo đó, triển vọng kinh doanh của DPM được cho là không khả quan trong năm nay. Trên cơ sở những dự phóng và ước tính thận trọng, người phân tích định giá cổ phiếu DPM vào khoảng 39.500 đồng/cp (tương đương mức vốn hóa 14.931 tỷ đồng), thấp hơn gần 8% so với giá tham nhiều ngày 06/03/2013, vì vậy chúng tôi chỉ đưa ra khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu này do những luận điểm đầu tư như sau:

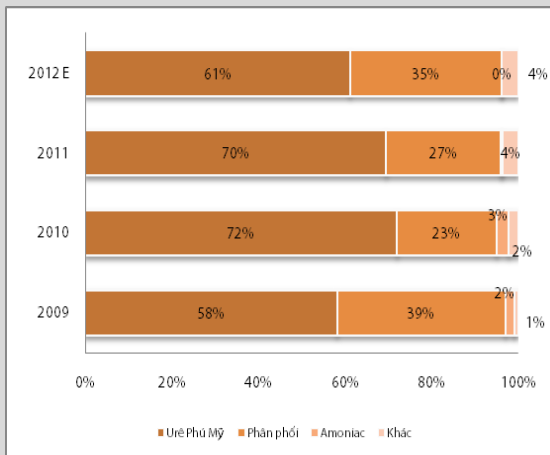
Kết quả kinh doanh năm 2012 được đánh giá là khả quan so với các doanh nghiệp cùng ngành mặc dù lợi nhuận có sụt giảm. Kết thúc năm 2012, doanh thu của DPM đạt 13.322 tỷ đồng, tăng 44%, hoàn thành 96% kế hoạch, lợi nhuận sau thuế ước đạt 3.019 tỷ đồng, giảm 3% so với năm trước, hoàn thành vượt kế hoạch 69%. Sản lượng tăng mạnh nhờ phân phối cho Đạm Cà Mau. Tuy nhiên, chi phí đầu vào tăng cộng thêm sản phẩm Đạm Cà Mau có biên lãi gộp thấp và giá bán không tăng mạnh như các năm trước nên lợi nhuận ròng của DPM không tăng trưởng.

Số dư tiền và tương đương tiền tăng mạnh trong năm 2012. Do không đầu tư lớn trong năm 2012 và nguồn tiền mới được tạo ra từ lợi nhuận nên tiền mặt của DPM tăng mạnh so với cuối năm 2011, số dư tiền mặt vào cuối năm 2012 là 5.600 tỷ đồng. Những năm sau, nguồn tiền này dự kiến vẫn tiếp tục tăng đến từ lợi nhuận tạo ra và DPM chưa có kế hoạch đầu tư lớn.

Dự kiến năm 2013, kết quả kinh doanh của DPM có thể sụt giảm. Trong năm nay, nhà máy Phú Mỹ bảo trì nên sản lượng sản xuất không tăng, bên cạnh đó DPM không còn bao tiêu cho sản phẩm Đạm Cà Mau nên sản lượng tiêu thụ nhìn chung sẽ giảm. Ngoài ra dưới áp lực của cung vượt cầu nên giá phân bón nhiều khả năng sẽ giảm, vì vậy doanh thu khó có thể tăng trưởng. Thêm vào đó giá khí đầu vào vẫn tiếp tục tăng theo kế hoạch của Tổng công ty khí vì vậy lợi nhuận của DPM không thể gia tăng. Tuy nhiên nhờ lượng tiền mặt dồi dào nên doanh thu tài chính sẽ đóng góp lớn trong cơ cấu lợi nhuận của DPM trong năm nay và những năm sau đó. Dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng của DPM năm 2013 lần lượt là 11.336 và 1.905 tỷ đồng. Vừa qua, DPM cũng đã công bố kế hoạch kinh doanh năm nay, số liệu đưa ra ở mức thấp với doanh thu là 10.710 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế khoảng 1.915 tỷ đồng và cổ tức dự kiến tiếp tục là 25%.

Rủi ro kinh doanh. Hai rủi ro lớn nhất ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh của DPM là: (1) Giá bán có nguy cơ giảm do ảnh hưởng bởi cung vượt cầu không chỉ diễn ra trong nước mà còn ở trên toàn thế giới. Tuy nhiên kỳ vọng giá bán sẽ không giảm mạnh do giá Ure thường biến động theo giá dầu và chi phí sản xuất của phân bón vẫn còn cao. (2) Giá khí đầu vào được điều chỉnh tăng theo kế hoạch của Tổng công ty khí.

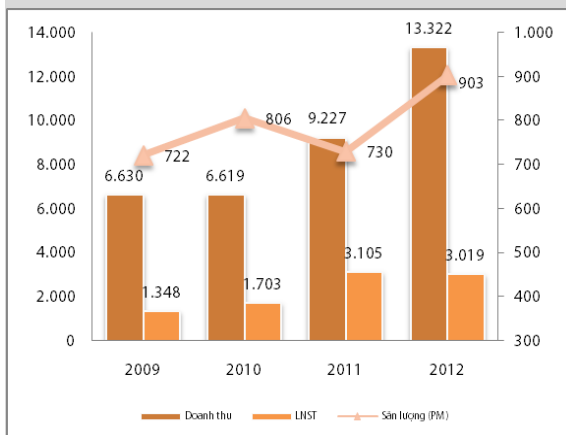
Cơ cấu doanh thu qua các năm:



Nguồn: DPM và VDSC ước tính

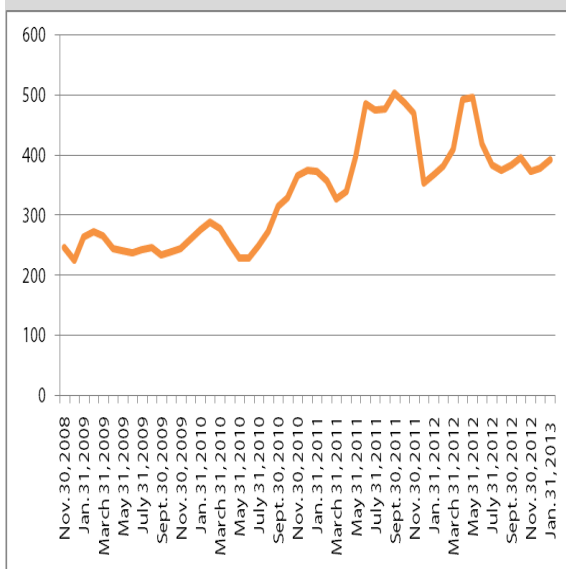
Doanh thu, LNST và sản lượng tiêu thụ ure Phú Mỹ qua các năm:

Đvt: tỷ đồng và nghìn tấn



Nguồn: BCTC DPM

Diễn biến giá giao ngay Ure tại thị trường Biển Đen (USD/tấn)



Nguồn: Ycharts.com

PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG

Nhìn chung năm 2011 và năm 2012, DPM có sự tăng trưởng về doanh thu vượt bậc so với hai năm trước năm 2010 và năm 2009. Năm 2011, mặc dù sản lượng sụt giảm mạnh nhưng nhờ giá phân bón tăng mạnh nên doanh thu của năm này cũng từ đó mà tăng 40% so với năm 2010, lợi nhuận sau thuế tăng mạnh lên 83%. Năm 2012, doanh thu tiếp tục tăng trưởng mạnh lên 44% so với năm trước nhờ vào sản lượng tiêu thụ tăng, trong đó sản lượng ure tự sản xuất tăng 24% và sản lượng phân phối tăng mạnh (đảm nhận phân phối cho Đạm Cà Mau). Tuy doanh thu tăng trưởng mạnh nhưng lợi nhuận không tăng trưởng, thậm chí giảm nhẹ so với năm trước là do giá bán năm 2012 không tăng mạnh như năm 2011. Về cơ cấu doanh thu, đóng góp lớn nhất vào doanh thu vẫn là mảng Ure do nhà máy Phú Mỹ sản xuất, tuy nhiên tỷ trọng này giảm đáng kể trong năm 2012 chỉ còn 61% từ 70% năm 2011. Thay vào đó, tỷ trọng mảng doanh thu phân phối tăng tỷ trọng khá mạnh lên 35% từ 27% trong năm 2011. Kết thúc năm 2012, doanh thu của DPM đạt 13.322 tỷ đồng, hoàn thành 96% kế hoạch, lợi nhuận sau thuế đạt 3.019 tỷ đồng, hoàn thành vượt kế hoạch 69% vì kế hoạch đặt ra ở mức thấp hơn rất nhiều so với số đạt được trong năm trước. Trong năm nay, kế hoạch kinh doanh của DPM vẫn đặt ra ở mức thấp, theo đó doanh thu sẽ đạt 10.710 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế khoảng 1.915 tỷ đồng (thấp hơn 1.075 tỷ đồng số đạt được trong năm 2012)

Doanh thu

Phân bón tự sản xuất

Năm 2012, sản lượng tiêu thụ từ nhà máy Phú Mỹ tăng lên mạnh đáng kể 24% so với cùng kỳ, đạt 903 nghìn tấn (bao gồm 50 tấn tồn kho từ cuối năm trước) từ 730 nghìn tấn năm 2011. Sở dĩ sản lượng có sự gia tăng mạnh là do mùa Đông Xuân đến muộn và chuyển sang đầu năm 2012 và trong năm trước nhà máy Phú Mỹ phải ngưng hoạt động gần 01 tháng để bảo dưỡng. Doanh thu của mảng này cũng tăng 26%, đạt 8.150 tỷ đồng, ngoài lý do sản lượng tăng, giá phân bón bình quân cũng tăng so với năm trước. Với con số tiêu thụ 850 nghìn tấn của nhà máy Phú Mỹ đã vượt rất nhiều so với công suất thiết kế là 800 nghìn tấn. Do vậy trong năm nay, nhà máy Phú Mỹ theo kế hoạch sẽ bảo trì vào quý III/2013, sản lượng sản xuất dự kiến chỉ đạt 770 nghìn tấn, sản lượng tiêu thụ vào khoảng 820 nghìn tấn.

Trong 06 tháng đầu năm 2012, giá phân bón thế giới tăng khá mạnh, bình quân khoảng 430 USD/tấn, tăng 13% so với cùng kỳ, sau đó điều chỉnh mạnh từ tháng 06 đến tháng 08 và ổn định cho đến nay từ 390-400 USD/tấn. Nhìn chung diễn biến giá bán của DPM trong thời gian vừa qua cũng gắn với diễn biến giá thế giới, tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm bình quân ở mức 9.043 đồng/kg (+17% so với cùng kỳ), đạt tới đỉnh cao nhất bình quân khoảng 9.455 đồng/kg nếu xét riêng quý II, sau đó giá bán ổn định trong quý III và quý IV, ở mức 9.000-9.100 đồng/kg. Bình quân cả năm 2012, giá bán tăng khoảng 2% so với năm 2011.

Năm 2013, giá bán của DPM có thể sẽ không tăng mạnh do những nguyên nhân chính sau: (1) Mặc dù có thể bảo trì nhà máy Phú Mỹ trong năm 2013 nhưng sẽ không gây thiếu hụt nguồn cung do được bù đắp từ sản lượng của nhà máy Đạm Cà Mau. (2) Bên cạnh nguồn cung trong năm nước bắt đầu tăng kể từ năm 2012 cho đến các năm sau, tổng công suất trong nước đạt hơn 2

triệu tấn phân urê trong khi nhu cầu chỉ vào khoảng 1,8 - 2 triệu tấn. (3) Nguồn cung trên thế giới tăng mạnh, đặc biệt trong năm 2013 và 2014 (được trình bày ở phần thông tin ngành). Do vậy, giả định giá phân bón trong năm 2013 giảm nhẹ khoảng 3% so với năm 2012 và tiếp tục điều chỉnh giảm ở các năm sau đó.

Riêng về dự án phân NPK, DPM cho biết sẽ ngưng dự án này. Nguyên nhân có thể lý giải do tính hiệu quả của NPK không cao, hiện tại nguồn cung trong nước không thiếu, nhiều DN có tên tuổi lâu năm trong sản xuất phân NPK như Bình Điền và Lâm Thao nên DPM gặp phải nhiều khó khăn trong việc thâm nhập thị trường.

Phân phối phân bón

Trong các năm trước, DPM nhập thêm phân bón từ nước ngoài về phân phối, tuy nhiên tỷ trọng này giảm xuống trong năm 2010 và 2011, tương ứng chiếm khoảng 22% và 27% trong cơ cấu doanh thu. Năm 2012, DPM đảm nhiệm vai trò phân phối cho Đạm Cà Mau nên sản lượng phân phối tăng mạnh, trong đó sản phẩm Đạm Cà Mau là 370 nghìn tấn, doanh thu của mảng phân phối ước đạt 4.661 tỷ đồng, tăng mạnh 90% so với năm trước. Yếu tố giải thích thêm cho sự tăng trưởng doanh thu là do giá bán của Đạm Cà Mau cao hơn Đạm Phú Mỹ (do chi phí sản xuất của Đạm Cà Mau cao). Tuy nhiên đến tháng 11/2012, DPM ngưng phân phối cho DCM nên sản lượng phân phối trong quý IV giảm mạnh chỉ còn 82 tấn so với 137 tấn trong quý III. Theo kế hoạch năm nay, DPM dự kiến sẽ mua ngoài thêm 385 nghìn để phân phối, trong đó sản phẩm của Đạm Cà Mau là 150 nghìn tấn, còn lại là các sản phẩm khác như NPK, DAP, ...Doanh thu năm 2013 của DPM ước tính khoảng 11.336 tỷ đồng.

Tuy nhiên, theo một hướng khác, DPM sẽ chuyển sang hợp tác với Đạm Cà Mau theo hình thức Đạm Cà Mau sẽ mua cổ phần của 02 công ty con của DPM. Bên cạnh sản phẩm của DPM, chi nhánh đảm nhận phân phối sản phẩm của Đạm Cà Mau. Nếu như kế hoạch này được tiến hành thì lợi nhuận của chi nhánh phân bố theo tỷ lệ vốn góp, như vậy DCM sẽ có lợi hơn trong việc phân phối lợi nhuận của chi nhánh vì sản phẩm của DPM có biên lợi nhuận cao hơn sản phẩm của DCM. Hiện tại DPM vẫn đang cân nhắc hình thức này và chúng tôi chưa có đầy đủ thông tin về sản lượng hợp tác, tỷ lệ sở hữu của Đạm Cà Mau tại 02 chi nhánh nên tạm thời chúng tôi không tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của DPM với thông tin này. Được biết kế hoạch kinh doanh của Đạm Cà Mau năm nay đặt ra, doanh thu đạt 6.369 tỷ đồng, sản lượng sản xuất là 750 nghìn tấn, lợi nhuận sau thuế là 525 tỷ đồng.

Trong những năm sau, sản lượng phân phối của DPM dự kiến ở mức ổn định vào khoảng 400 nghìn tấn/năm để bù đắp cho việc giới hạn công suất của nhà máy Phú Mỹ.

Các mảng hoạt động khác

Doanh thu khác của DPM chủ yếu là kinh doanh khí ammoniac, tỷ trọng doanh thu mảng này giảm trong năm 2012 do lượng khí CO₂ được tái sử dụng, ở các năm sau doanh thu khác được giả định sẽ duy trì 1,5% trên tổng doanh thu.

Dự phóng doanh thu	2012E	2013F	2014 F	2015 F	2016F	2017 F
Khoản mục						
Sản lượng Urê Phú Mỹ (nghìn tấn)	903,0	820,0	850,0	820,0	850,0	820,0
Giá urê Phú Mỹ (đồng/kg)	9.025,5	8.754,7	8.750,0	8.700,0	8.500,0	8.400,0
Sản lượng phân phối (nghìn tấn)		385,0	380,0	400,0	400,0	400,0
Doanh thu						
Doanh thu urê Phú Mỹ (tỷ đồng)	8.150,0	7.178,9	7.437,5	7.134,0	7.225,0	6.888,0
Doanh thu phân phối (tỷ đồng)		3.657,5	3.534,0	3.680,0	3.640,0	3.600,0
Doanh thu khác (tỷ đồng)		500,0	500,0	500,0	500,0	500,0
Doanh thu (tỷ đồng)	13.321,9	11.336,4	11.471,5	11.314,0	11.365,0	10.988,0

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

Khả năng sinh lợi

Năm 2012, tỷ suất lãi gộp của DPM là 32,5% giảm khá mạnh so với cùng kỳ là 44%. Bắt đầu từ quý II, tỷ suất lãi gộp của DPM theo chiều hướng đi xuống từ 43% trong quý I xuống còn 28% trong quý III và 32% trong quý IV. Có 02 nguyên nhân chính giải thích cho sự sụt giảm tỷ suất lãi gộp là: (1) Chi phí mua khí tăng do giá khí đầu vào được điều chỉnh ngay từ đầu năm, giá khí năm 2012 là 6,43 USD/MMBTU tăng 40% so với năm 2011 là 4,59 USD/MMBTU. (2) Sản lượng phân phối với biên lãi gộp thấp tăng mạnh từ quý II đã kéo tỷ suất lãi gộp chung của toàn công ty giảm theo.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2012 tăng mạnh so với cùng kỳ lần lượt là 29% và 34%. Tuy nhiên 02 khoản chi phí này vẫn duy trì tỷ lệ trên doanh thu không thay đổi nhiều dao động 4,8% đối với chi phí bán hàng và 5,0% đối với chi phí quản lý doanh nghiệp.

Chi phí tài chính trong năm 2012 là 07 tỷ đồng, giảm mạnh so với 47 tỷ đồng cùng kỳ do chi phí lãi vay không đáng kể. Mặc dù tiền mặt tăng mạnh lên đến 1.559 tỷ đồng so với cuối năm 2011 nhưng doanh thu tài chính của DPM không tăng nhiều, chỉ tăng 8%, nguyên nhân là do lãi suất giảm mạnh kể từ quý I/2012. Lợi nhuận tài chính của DPM trong kỳ là 561 tỷ đồng, tăng 24% so với cùng kỳ. Mặc dù có sự đóng góp lớn từ doanh thu tài chính nhưng do tỷ lệ lãi gộp giảm mạnh nên tỷ lệ lãi ròng trên doanh thu là 23% so với 34% cùng kỳ.

Dự phóng khả năng sinh lợi

Tỷ suất lãi gộp

Theo kế hoạch của Tổng công ty Khí Việt Nam sẽ tăng giá bán khí đầu vào cho DPM theo mỗi năm. DPM cho biết giá khí đầu vào trong năm nay sẽ là 6,56 USD/MMBTU (tăng 2%/năm so với năm 2012). Tuy nhiên đây chỉ là số dự tính của DPM, nhiều khả năng giá khí mua vào sẽ tăng hơn (trong năm vừa qua giá khí đã tăng 40% so với năm trước với chi phí mua khí là 3.256 tỷ đồng). Trong các năm sau giá khí giả định tăng 2%/năm.

Trong năm vừa qua, tài sản cố định của DPM tăng lên không đáng kể, chỉ 144 tỷ đồng, chi phí khấu hao cũng chính vì vậy không tăng mạnh, trong năm vừa rồi, chi phí này là 214 tỷ đồng. Theo kế hoạch năm 2013, DPM dự kiến đầu tư

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động:

Chỉ số	2009	2010	2011	2012
Lãi gộp/DT	29,90%	36,00%	43,74%	32,46%
Lãi hoạt động/DT	21,20%	24,80%	32,95%	22,62%
LNST/DT	20,30%	25,70%	33,65%	22,66%
ROE	24,60%	27,50%	37,40%	32,9%
ROA	21,20%	23,00%	33,13%	28,7%

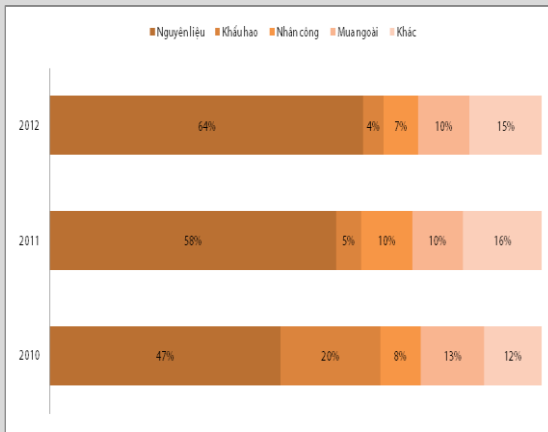
Nguồn: BCTC DPM và Rong Viet Securities tổng hợp

Chỉ số sinh lợi một số công ty trong ngành năm 2012:

Công ty	ROE	ROA
HAI	10,1%	6,5%
HSI	1,5%	0,3%
TSC	-36,7%	-8,4%

Nguồn: Vietstock

Cơ cấu chi phí của DPM qua các năm



Nguồn: BCTCDPM

tài sản cố định khoảng 227 tỷ đồng, do vậy khấu hao trong năm nay sẽ ở mức 280 tỷ đồng (tài sản cố định tăng nhờ đầu tư mới và kết chuyển đầu tư xây dựng cơ bản dở dang năm 2012 nên khấu hao tăng). Giả định trong các năm sau, chi phí khấu hao sẽ tiếp tục tăng nhẹ và đến năm 2017 chi phí khấu hao giảm xuống vào khoảng 100 tỷ đồng.

Các khoản chi phí còn lại bao gồm chi phí nhân công, chi phí mua ngoài, chi phí khác trong năm qua là 1.642 tỷ đồng (+19%) so với cùng kỳ, tương ứng với mỗi đơn vị sản lượng tiêu thụ (chỉ tính cho nhà máy Phú Mỹ) là 1.800 đồng. Giả định trong năm 2013, chi phí đơn vị này sẽ là 1.850 đồng/đơn vị và tăng 3% cho các năm sau đó. Như vậy tỷ suất lãi gộp từ sản phẩm của nhà máy Phú Mỹ trong năm 2013 là 37,1%

Đối với sản phẩm phân phối, tỷ lệ lãi gộp ở mức rất thấp, năm vừa qua tỷ lệ này là 2% khi phân phối sản phẩm Đạm Cà Mau, dự kiến tỷ lệ này vẫn sẽ tăng lên 3,5% do sản phẩm Đạm Cà Mau giảm xuống trong cơ cấu sản phẩm kinh doanh của DPM. Tỷ suất lãi gộp của toàn công ty trong năm 2013 ước tính khoảng 24,5%.

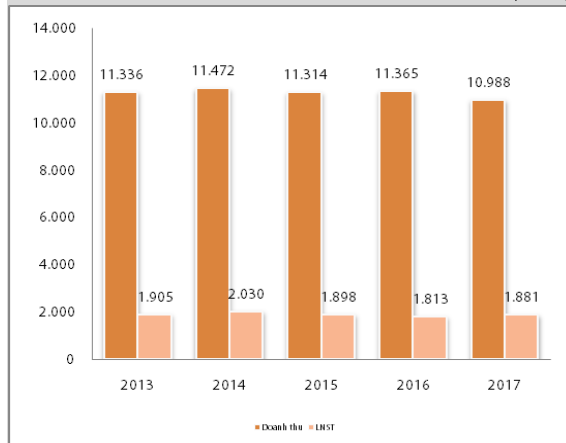
Dự phóng tỷ suất lãi gộp:

Dự phóng lãi gộp	2013F	2014 F	2015 F	2016F	2017 F
PHÚ MỸ					
Giá khí (USD/MMBTU)	6,56	6,69	6,82	6,96	7,10
Tỷ giá (VND/USD)	20.900,0	21.000,0	21.000,0	21.000,0	21.000,0
Chi phí mua khí (tỷ đồng)	2.753,8	2.925,6	2.878,8	3.043,8	2.995,1
CP khấu hao (tỷ đồng)	280,0	300,0	310,0	320,0	100,0
Chi phí khác (tỷ đồng)	1.517,0	1.619,7	1.608,0	1.714,0	1.699,0
Tổng chi phí (tỷ đồng)	4.550,8	4.845,3	4.796,8	5.077,8	4.794,1
Tỷ suất lãi gộp	36,6%	34,9%	32,8%	29,7%	30,4%
PHÂN PHỐI					
Tỷ suất lãi gộp	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
TS LÃI GỘP TỔNG	24,3%	23,7%	21,8%	20,0%	20,2%

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận:

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

Lợi nhuận

Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu không thay đổi nhiều trong những năm qua. Tuy nhiên, trong năm nay, do doanh thu của DPM được dự báo sẽ giảm nên tỷ lệ CPBH/DTT và CPQLDN/DTT sẽ tăng lên, dự kiến tương ứng là 4,9% và 5,1%. Trong các năm tới, tỷ lệ các khoản chi phí này vẫn tiếp tục tăng lên do doanh thu không tăng thêm (được giả định sản lượng của nhà máy Phú Mỹ không tăng thêm do giới hạn công suất, giá bán được dự báo giảm dưới ảnh hưởng của cung cầu).

Lãi tiền gửi đóng góp phần lớn trong cơ cấu doanh thu tài chính của DPM. Số dư tiền và các khoản tương đương tiền cuối quý IV là 5.629 tỷ đồng. Dự kiến số dư khoản mục này sẽ tiếp tục tăng lên trong năm 2013 khoảng 6.800 tỷ đồng (sau khi cân đối nguồn trả cổ tức 25% và đầu tư xây dựng trong năm nay), lãi suất tiền gửi giả định vẫn giữ 8%/năm, lãi tiền gửi của DPM năm 2013 ước đạt 500 tỷ đồng. Chi phí tài chính phát sinh không đáng kể do dư nợ vay

Cấu trúc tài chính:

Cấu trúc tài sản	2009	2010	2011	2012
Tiền/TTS	45,80%	50,50%	43,44%	53,21%
Phải thu/TTS	3,00%	3,40%	1,69%	1,83%
HTK/TTS	9,00%	9,00%	12,45%	11,07%
TSCĐ/TTS	16,00%	13,40%	23,80%	22,42%
Cấu trúc vốn				
Nợ ngắn hạn/TTS	9,60%	12,50%	9,25%	11,27%
Tổng nợ/TTS	13,30%	16,00%	9,45%	11,45%
Vay ngắn hạn/TTS	0,40%	1,20%	0,10%	0,3%
Vay dài hạn/TTS	3,40%	3,30%	0,00%	0,1%

Nguồn: BCTC DPM và Rong Viet Securities tổng hợp

của DPM ở mức rất thấp, tài sản đầu tư thêm cho năm nay được tài trợ bằng vốn chủ.

Dựa trên những dự phóng trên, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của DPM trong năm 2013 lần lượt là 11.336 tỷ và 1.905 tỷ, tương đương mức EPS là 5.045 đồng/cp.

Cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài sản của DPM vẫn duy trì tiền mặt lớn, tỷ trọng tiền mặt tăng dần qua các năm mặc dù có sụt giảm trong năm 2011 (do đầu tư tài sản cố định), đặc biệt trong 2012 tỷ trọng này là 53% với số dư tiền và tương đương tiền là 5.629 tỷ đồng. Các khoản mục khác như hàng tồn kho và phải thu chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu tổng tài sản. Riêng hàng tồn kho tỷ trọng này kể từ năm 2011 có tăng lên đôi chút so với 02 năm 2009 và 2010. Trong năm 2012, tài sản cố định của DPM tăng thêm 144 tỷ đồng, quy mô đầu tư thấp so với tổng tài sản tăng mạnh nên tỷ trọng TSCĐ/ TTS giảm, 22,4%

Về cơ cấu nguồn vốn, vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng lớn khi mà tổng nợ chiếm tỷ trọng khá thấp 11,5% trong 2012 (chủ yếu là phải trả người bán). Kể từ năm 2011, vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng rất thấp trong tổng nguồn vốn và vay dài hạn không đáng kể do nguồn tiền dồi dào.

Trong năm 2013, theo kế hoạch công bố của Hội đồng quản trị DPM sẽ đầu tư thêm 222 tỷ đồng, chủ yếu là mua sắm tài sản cố định và trang thiết bị, nguồn đầu tư từ vốn chủ, nên tài sản cố định sẽ tăng thêm 222 tỷ đồng, tiền mặt không giảm do có nguồn từ lợi nhuận bù đắp. Trong những năm sau, giả định DPM mỗi năm sẽ đầu tư thêm cho máy móc thiết bị khoảng 100 tỷ đồng.

Nhìn chung do lượng tiền mặt dồi dào hiện có và triển vọng lợi nhuận trong tương lai, DPM gần như không cần vay thêm nợ để tài trợ các dự án đầu tư. Do đó, chỉ số nợ vay trên tổng tài sản sẽ không thay đổi nhiều trong tương lai.

Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng doanh thu. Chỉ số tổng nợ trên tổng tài sản xoay quanh mức 16% trong khoảng thời gian dự báo.

Định giá

Do các công ty niêm yết trong ngành có quy mô rất nhỏ so với DPM nên sử dụng các phương pháp so sánh PE và PBV không thích hợp. Vì vậy, chúng tôi chỉ sử dụng phương pháp FCFF và FCFE để định giá DPM. Trong khi đó, mặc dù phương pháp FCFF và FCFE vẫn phụ thuộc vào một vài giả định chủ quan nhưng vẫn thể hiện được tiềm năng tăng trưởng của DPM.

Trong phương pháp FCFF, chi phí sử dụng vốn đến hết năm 2017 được ước tính là 17,8%. Sau năm 2017, chi phí sử dụng vốn và tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF được dự báo là 16,1% và 4,1%. Đối với phương pháp FCFE, đến hết năm 2017, chi phí vốn cổ phần là 17,8%; sau 2017 chi phí vốn cổ phần là 16,6% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 4,1%.

Dự phóng dòng tiền (tỷ đồng)	2013	2014	2015	2016	2017
Lợi nhuận sau thuế	1.905,2	2.030,4	1.898,1	1.813,2	1.880,9
+ Khấu hao	273,0	292,7	302,5	312,3	97,6
+ Chi phí lãi vay ròng sau thuế	2.178,2	2.323,1	2.200,6	2.125,6	1.978,5
Dòng tiền trước thay đổi vốn	383,9	-41,3	7,1	18,7	32,7

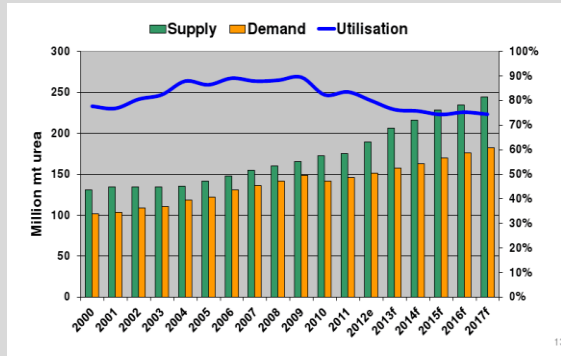
lưu động					
Thay đổi vốn lưu động	-428,1	-199,4	-99,9	-99,9	-99,3
Chi phí đầu tư thuần	-16,4	0,1	-0,2	0,1	-0,4
DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CÔNG TY	2.117,7	2.082,5	2.107,7	2.044,4	1.911,5
- Chi phí lãi vay ròng sau thuế	1.905,2	2.030,4	1.898,1	1.813,2	1.880,9
+ vay mới/(trả nợ vay)	273,0	292,7	302,5	312,3	97,6
DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CHỦ SỞ HỮU (FCFE)	2.178,2	2.323,1	2.200,6	2.125,6	1.978,5

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

Trên cơ sở những ước tính này và dự phóng kết quả kinh doanh của DPM, giá trị của mỗi cổ phiếu theo 02 phương pháp này vào khoảng 39.500 đồng.

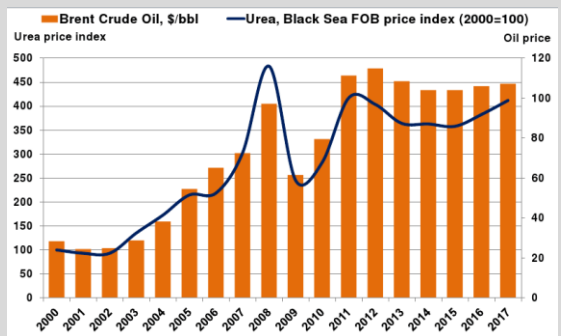
Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	40.677	50%	20.339
FCFE	38.372	50%	19.186
Giá bình quân		100%	39.525

Biểu đồ dự báo cung cầu phân Ure của thế giới



Nguồn: CRU

Biến động giá phân Urea và giá dầu



Nguồn: CRU

Nhu cầu phân bón tại một số nước khu vực

Nước	Nhu cầu (tấn/năm)
Thái Lan	2,2 triệu
Myanmar	400 nghìn
Campuchia	250 nghìn
Philippines	800 nghìn
Hàn Quốc	700 nghìn

Nguồn: DPM

THÔNG TIN CẬP NHẬT VỀ NGÀNH PHÂN BÓN

Giá phân bón dự kiến sẽ giảm trong năm 2013.

Theo Fertecon, tổng nhu cầu tiêu thụ hàng năm của thế giới khoảng 154 triệu tấn, với mức tăng trưởng bình quân khoảng 3%/năm, nhu cầu phân bón vào năm 2015 được dự báo là 173 triệu tấn. Mặc dù năm 2013, nguồn cung phân Ure có thể bị thiếu hụt tại Trung Quốc do đóng cửa một số nhà máy có công nghệ lạc hậu trong khi nhu cầu vẫn còn tăng. Tại các khu vực khác như Qatar và Algeria đi vào hoạt động sẽ bù đắp lượng thiếu hụt này khiến nguồn cung trở nên ổn định hơn. Tuy nhiên, theo một nguồn dự báo khác từ CRU, nhu cầu phân urea năm 2013 cũng vào khoảng gần 160 triệu tấn, khá thấp so với nguồn cung gần 215 triệu tấn. Đây thật sự là một áp lực lớn đối với giá phân bón trong năm nay. Tuy nhiên theo quan điểm của chúng tôi, giá phân bón sẽ không giảm mạnh bởi các lý do sau: (1) Chi phí đầu vào cao và giá phân bón thường biến động theo giá dầu. (2) Nhu cầu phân bón vẫn còn lớn đối với nền nông nghiệp các nước, đặc biệt là ngũ cốc. (3) Một số nhà sản xuất lớn như Mosaic, PhosAgro, OCP lên kế hoạch cắt giảm sản xuất. (4) Mặc dù các nhà máy ở Trung Đông và Bắc Phi đi vào hoạt động nhưng các nhà máy này liên tục gặp khó khăn về vấn đề kỹ thuật nên cũng sẽ ảnh hưởng đến sản lượng đầu ra của phân bón.

Việt Nam có thể tiến tới xuất khẩu Urea trong năm 2013

Theo Bộ Nông Nghiệp và Nông thôn, năm 2013, dự báo nhu cầu phân bón các loại khoảng 10,325 triệu tấn, cụ thể: Urea 2 triệu tấn, phân SA 850.000 tấn, phân kali 950.000 tấn, phân NPK 3,8 triệu tấn. Tổng nguồn cung trong nước khoảng 8,055 triệu tấn, trong đó phân urê đạt 2,2 triệu tấn, phân NPK khoảng 3,7 triệu tấn, phân lân khoảng 1,825 triệu tấn. Như vậy, sản xuất phân lân các loại và phân hỗn hợp NPK trong nước vẫn đáp ứng cơ bản nhu cầu. Kể từ năm 2013, nếu như nhà máy Đạm Cà Mau và Đạm Ninh Bình hoạt động hết công suất thì Việt Nam từ một nước phải phụ thuộc vào nhập khẩu phân urê có thể hoàn toàn tự chủ nguồn phân này và tiến tới xuất khẩu với sản lượng xuất khẩu khoảng 200-300 nghìn tấn. Việt Nam có lợi thế khi xuất khẩu qua các nước lân cận như Thái Lan, Myanmar, Campuchia, Philippines, Hàn Quốc,...do ở các nước này có nhu cầu lớn về phân bón và chưa có nhà máy sản xuất phân Ure nên phải nhập khẩu 100%.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 06/03/13 (tỷ VND)	DT 2011 (tỷ VND)	LNST 2011 (tỷ VND)	EPS 2012 (VND/cp)	BV 2012 (VND/cp)	P/E 2012 (x)	P/BV 2012 (x)	Doanh thu 2012 (tỷ VND)	%KH	LNST 2012 (tỷ VND)	% KH
HSI	68	990,1	19,8	208	13.241	33,2	0,52	974,2	88%	2,1	9%
TSC	42	2.710,2	30,7	-	14.993	-	0,35	2.242,8	122%	-59,0	-
HAI	360	691,6	49,9	2.340	23.170	7,3	0,87	834,4	100%	40,7	49%
DPM	16.159	9.226,5	3.105,5	7.925	23.523	4,8	1,83	13.590	98%	2.990	167%

Nguồn: Vietstock, Rong Viet Securities tổng hợp

PHỤ LỤC

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2010	2011	2012	2013 F
Doanh thu thuần	6.618,8	9.226,5	13.321,9	11.336,4
Giá vốn	4.236,1	5.191,3	8.997,4	8.580,3
Lãi gộp	2.382,7	4.035,3	4.324,5	2.756,1
Chi phí bán hàng	331,8	492,8	637,1	544,1
Chi phí quản lý	409,9	502,6	674,0	578,2
Lợi nhuận từ HKKD	1.641,0	3.039,8	3.013,4	1.633,8
Lợi nhuận từ HĐTC	262,1	452,6	561,3	493,2
Lợi nhuận khác	13,8	7,3	15,0	10,0
EBIT	1.930,0	3.538,1	3.545,8	2.191,3
Lợi nhuận trước thuế	1.921,6	3.510,2	3.544,2	2.189,3
Thuế TNDN	214,8	368,5	474,4	245,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,7	36,3	50,8	38,9
Lợi nhuận sau thuế	1.703,2	3.105,5	3.019,0	1.905,2

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2010	2011	2012	2013 F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-0,2%	39,4%	44,4%	-14,9%
Lợi nhuận HKKD	16,7%	85,2%	-0,9%	-45,8%
EBIT	25,7%	83,3%	0,2%	-38,2%
Lợi nhuận trước thuế	26,4%	82,7%	1,0%	-38,2%
Lợi nhuận sau thuế	26,3%	82,3%	-2,8%	-36,9%
Tổng tài sản	16,8%	25,3%	13,8%	9,1%
Vốn chủ sở hữu	12,9%	34,3%	10,2%	10,7%
Tốc độ TT nội tại	15,3%	28,5%	23,0%	9,7%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	36,0%	43,7%	32,5%	24,3%
LN HKKD / Doanh thu	24,8%	32,9%	22,6%	14,4%
EBIT / Doanh thu	29,2%	38,3%	26,6%	19,3%
LNTT / Doanh thu	29,0%	38,0%	26,6%	19,3%
LNST / Doanh thu	25,7%	33,7%	22,7%	16,8%
ROA	23,0%	33,4%	28,5%	16,5%
ROIC or RONA	26,2%	36,4%	32,2%	18,7%
ROE	27,5%	37,3%	32,9%	18,8%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu	26,5	19,9	68,8	45,5
Vòng quay HTK	6,3	4,5	7,7	9,3
Vòng quay phải trả	5,1	6,8	7,7	6,3
Vòng quay TSCĐ	6,7	4,8	6,9	5,7
Vòng quay Tổng tài sản	0,9	1,0	1,3	1,0

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	5,2	7,8	6,0	5,9
Nhanh	4,5	5,4	4,5	3,8
Tiền mặt	4,1	5,5	4,8	4,8

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ / Vốn CSH	19,2%	9,5%	13,2%	13,7%
Tổng nợ / Tổng tài sản	16,0%	8,5%	11,4%	12,1%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	1,4%	0,1%	0,3%	0,1%
Vay dài hạn / Vốn CSH	4,0%	0,0%	0,1%	0,1%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2010	2011	2012	2013 F
Tiền	3.748,5	4.070,5	5.629,4	6.594,6
Đầu tư tài chính ngắn hạn	58,5	202,0	62,1	243,0
Các khoản phải thu	249,9	464,4	193,7	249,4
Tồn kho	671,3	1.160,4	1.171,5	926,7
Tài sản ngắn hạn khác	97,3	143,9	147,4	150,0
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	4.825,6	6.041,1	7.204,0	8.163,7
Tài sản cố định hữu hình	899,1	1.217,7	1.169,7	1.312,9
Nguyên giá	6.304,1	6.791,3	6.935,3	7.357,3
Khấu hao	(5.405,0)	(5.573,7)	(5.765,9)	(6.044,4)
Tài sản cố định vô hình	96,1	714,8	770,9	682,1
Nguyên giá	267,9	897,0	965,2	887,4
Khấu hao	(171,9)	(182,2)	(194,0)	(205,4)
Xây dựng cơ bản dở dang	723,8	304,0	430,8	500,0
Bất động sản đầu tư	174,1	221,6	295,7	227,7
Đầu tư tài chính dài hạn	370,7	502,2	574,4	513,0
Tài sản dài hạn khác	329,2	293,8	134,8	141,6
TSCĐ và đầu tư dài hạn	2.593,0	3.254,1	3.376,3	3.377,2
TỔNG TÀI SẢN	7.418,6	9.295,2	10.580,3	11.541,0

Các khoản phải trả NH	924,1	774,2	1.192,0	1.373,1
Tiền hàng phải trả và ứng trước	467,0	335,6	611,2	772,2
Khoản phải trả NH khác	371,4	429,4	553,1	589,5
Vay và nợ ngắn hạn	85,6	9,2	27,7	11,3
Các khoản phải trong DH	264,3	18,7	19,0	20,6
Vay và nợ dài hạn	246,1	-	8,5	8,5
Khoản phải trả dài hạn khác	18,2	18,7	10,6	12,1
Tổng nợ	1.188,4	792,9	1.211,1	1.393,7
Vốn chủ sở hữu	6.193,8	8.227,1	8.959,7	10.147,3
Vốn đầu tư của CSH	3.800,0	3.800,0	3.800,0	3.800,0
Thặng dư vốn	-	1,0	-	-
Cổ phiếu ngân quỹ	(83,3)	(84,0)	(85,4)	(85,4)
Lợi nhuận giữ lại	1.288,4	2.668,8	1.977,3	2.671,7
Quỹ đầu tư và phát triển	849,9	1.420,4	2.525,4	2.827,3
Quỹ dự phòng tài chính	341,7	494,7	812,9	933,7
Khác	(2,9)	(73,9)	(70,6)	-
Nguồn kinh phí, quỹ khác	-	90,3	204,0	-
Nguồn vốn chủ sở hữu	6.193,8	8.317,4	9.163,6	10.147,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	36,5	184,9	205,6	-
TỔNG NGUỒN VỐN	7.418,6	9.295,2	10.580,3	11.541,0

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2010	2011	2012	2013 F
SLCPDLH (triệu cp)	380,0	380,0	380,0	377,6
Giá trị thị trường cuối năm	38.000	23.800	35.800	
EPS (VND)	4.499	8.288	7.996	5.045
Giá trị sổ sách (VND)	16.299	21.650	23.578	26.870
Cổ tức (tiền mặt) VND	2.000	2.000	2.500	2.500
P/E (x)	8,4	2,9	4,5	-
P/B (x)	2,3	1,1	1,5	-
Dividend Yield (%)	5,3%	8,4%	7,0%	-

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
19/10/2010	Lần đầu	Nắm giữ	34.900	37.000
27/07/2011	Update	Nắm giữ	32.000	36.165

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là Rong Viet Securities) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin – TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2013.**