

Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí – CTCP (PVFCCo)

Nguyễn Anh Thương
T: 84.456.6789 – Ext: 321
E: thuong.na@mhbs.vn

Mã: DPM
Sàn: HOSE
Ngành: Sản xuất, kinh doanh phân bón

Biểu đồ giá điều chỉnh (09/2010 – 09/2011)



Chỉ tiêu thị trường

Giá đóng cửa (13/09/2011) (đồng)	34.500
Khoảng giá 52 tuần (đồng)	28.500 – 44.700
+/- 01 tuần gần nhất	+ 4,9%
+/- 01 tháng gần nhất	+ 18,2%
KLGD bình quân 10 ngày gần nhất (cp)	699.931
KLGD bình quân 60 ngày gần nhất (cp)	370.902
Beta 100 (Vn-Index) (lần)	1,15
KLCP đang lưu hành hiện tại (cp)	377.644.200
Giá trị vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	13.110
P/E (13/09/2011) (lần)	5,8
Khoảng P/E 52 tuần (lần)	

Chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	6T2011	2011F
Vốn điều lệ	3.800	3.800	3.800	3.800
Tổng tài sản	6.351	7.419	8.667	8.857
Vốn chủ sở hữu	5.488	6.194	7.130	7.813
Doanh thu thuần	6.630	6.619	4.536	8.260
Doanh thu tài chính	181	343	255	395
Lợi nhuận sau thuế	1.351	1.707	1.473	2.629
Biên lợi nhuận gộp	29,9%	36,0%	39,5%	43,5%
Biên lợi nhuận ròng	20,3%	25,7%	32,5%	31,0%
ROA	23,4%	24,7%		31,5%
ROE	26,5%	29,2%		36,6%
EPS	3.548	4.510	3.826	6.787
Giá trị sổ sách	14.442	16.401	18.881	20.689
Thanh toán nhanh	3,92	3,50	4,41	4,92
Thanh toán hiện hành	6,37	5,22	4,92	7,33
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	4,5%	5,4%	4,5%	4,0%

Đơn vị tính: - EPS, Giá trị sổ sách: đồng/cp; - chỉ tiêu thanh toán: lần
- chỉ tiêu khác: tỷ đồng

Nhận định chung

Báo cáo này là báo cáo dạng ngắn gọn nhằm mục đích cập nhật thông tin, nhận định mới nhất về PVFCCo của MHBS. Trước đó, chúng tôi đã phát hành báo cáo phân tích chi tiết về PVFCCo vào ngày 30/11/2010. So với báo cáo trước, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận của PVFCCo giai đoạn 2011 – 2012 lên cao hơn 30% do giá bán phân đạm tăng cao (giá phân đạm đã tăng trên 30% so với dự báo 5% của chúng tôi).

Theo nhận định của chúng tôi giá trị hợp lý của cổ phiếu DPM vào khoảng 46.000 đồng/cổ phần và tiếp tục khuyến nghị XEM XÉT MUA cổ phiếu DPM ở vùng giá thấp hơn 35.000 đồng/cổ phiếu.

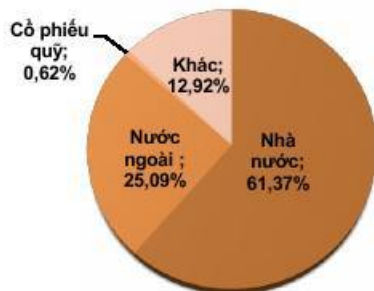
Điểm nhấn đầu tư

- PVFCCo là doanh nghiệp đứng đầu cả nước về sản xuất kinh doanh phân đạm. Với công suất 800.000 tấn/năm, sản lượng từ nhà máy Đạm Phú Mỹ của PVFCCo chiếm 50% thị phần phân đạm. Bên cạnh đó, PVFCCo còn nhập khẩu phân bón cung cấp cho nhu cầu còn thiếu hụt trong nước. Do đó, PVFCCo có khả năng điều phối giá phân đạm của thị trường trong nước so với các doanh nghiệp sản xuất, nhập khẩu khác.
- PVFCCo đã xây dựng được một thương hiệu lớn mạnh, được bà con nông dân tin tưởng và một hệ thống phân phối trải rộng khắp nước thông qua các công ty con và các đại lý, nhà phân phối. Do vậy, PVFCCo có nhiều thuận lợi khi đầu tư sản phẩm mới (NPK) cũng như mở rộng thị trường (phân phối Đạm Cà Mau).
- Chi phí khấu hao giảm mạnh do nhà máy Đạm Phú Mỹ đã hoàn thành khấu hao giúp PVFCCo giảm giá thành sản phẩm, tăng sức cạnh tranh. Đây chính là ưu thế lớn của PVFCCo so với các đối thủ khác khi thị trường phân bón đổi chiều từ tình trạng thiếu hụt sang dư thừa nguồn cung.
- PVFCCo có hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định, duy trì ở mức cao (2007 – 2010: ROE đạt 30%/năm, EPS 3.500 - 4.500đồng/cp) Tình hình tài chính của PVFCCo lành mạnh, an toàn cao, hệ số nợ thấp (dưới 15%). Đặc biệt, PVFCCo sở hữu nguồn tiền mặt rất lớn (4.400 tỷ đồng cuối quý 2/2011) đủ đảm bảo cho các dự án đầu tư lớn mà không cần nguồn tài trợ bên ngoài. Đồng thời, với nguồn tiền mặt này đã tạo ra lợi nhuận tài chính 200- 300 tỷ đồng mỗi năm cho PVFCCo.

Rủi ro đầu tư

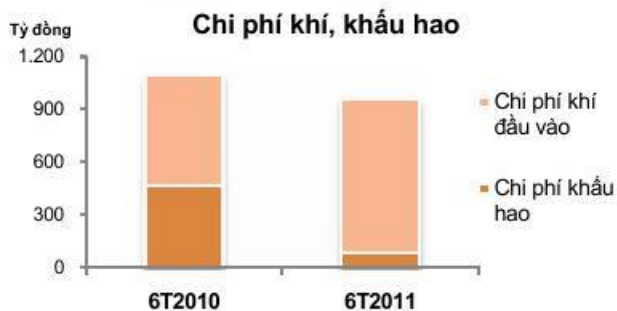
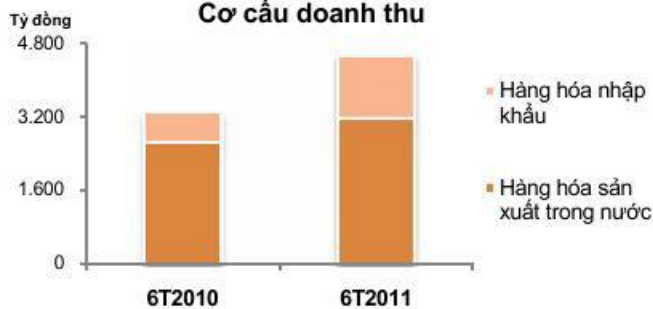
- Xu hướng tăng giá khí đầu vào là rủi ro làm giảm tỷ suất lợi nhuận của PVFCCo. Hiện tại, giá khí cung cấp cho các nhà máy sản xuất điện, phân bón vẫn được nhà nước ưu đãi. Tuy nhiên, theo lộ trình thì giá khí sẽ được điều chỉnh tăng dần theo hướng tiệm cận giá khí của khu vực và thế giới. Đối với PVFCCo, từ 2009 – 2011 giá khí đã tăng gấp đôi từ 2,2 lên 4,59 USD/triệu BTU và sẽ được điều chỉnh hàng năm.
- Thị trường phân đạm từ sau năm 2012 sẽ chuyển sang dư thừa là rủi ro tiềm ẩn về khả năng tiêu thụ của PVFCCo. Nhu cầu phân đạm hàng năm từ 1,7 - 2 triệu tấn và từ sau năm 2012 thì cung (khoảng 2,6 triệu tấn) sẽ vượt cầu do các nhà máy đạm trong nước bắt đầu hoàn thành nâng công suất như Đạm Hà Bắc (500.000 tấn/năm), hoàn thành xây dựng mới như: Đạm Cà Mau (800.000 tấn/năm), Đạm Ninh Bình (560.000 tấn/năm). Khi đó xu hướng xuất khẩu sẽ thay thế tình trạng nhập khẩu hiện nay, đồng thời sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp sản xuất trong nước cũng trở nên gay gắt hơn.
- Ngoài ra, PVFCCo còn có một số rủi ro khác như: kinh doanh không hiệu quả từ hoạt động nhập khẩu phân bón bình ổn thị trường (2011 - 2012); rủi ro thời tiết bất lợi cho nông nghiệp làm giảm sức tiêu thụ phân bón; rủi ro cạnh tranh trực tiếp từ sản phẩm hạt đục của nhà máy Đạm Cà Mau...

Cơ cấu cổ đông



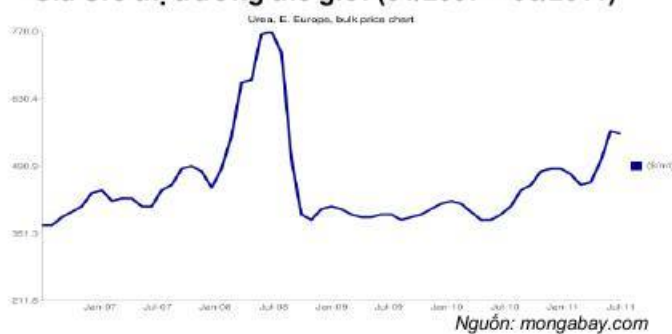
Nguồn: MHBS tổng hợp

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: PVFCCo

Giá Ure thị trường thế giới (01/2007 – 06/2011)



Một số thông tin quan trọng

- Tạm ứng cổ tức đợt 1/2011 bằng tiền, tỷ lệ 10%/mệnh giá, ngày giao dịch không hưởng quyền: 13/09/2011.
- Giá khí đầu vào năm 2011 là 4,59USD/triệu BTU (tăng 29,3% so với 2010).
- Ngày 06/08/2011, Nhà máy Đạm Phú Mỹ đạt mốc 5 triệu tấn. Nhân dịp này, PVFCCo đã vinh dự được nhận bằng khen của Thủ tướng.
- Liên quan đến Nhà máy Đạm Cà Mau, PVFCCo đang tích cực chuẩn bị các nguồn lực cần thiết để có thể vận hành và bao tiêu toàn bộ sản phẩm.
- Trước tháng 3/2011, PVFCCo thực hiện chương trình hỗ trợ giá, bán thấp hơn giá thị trường 10 - 15% dẫn tới tình trạng thị trường thiếu hàng do các đại lý không nhập khẩu phân bón, nhiều đại lý tích trữ, đầu cơ hàng, bán với giá cao. Bắt đầu từ quý II/2011, PVFCCo đã triển khai tăng giá bán sát với giá thị trường. Tuy nhiên PVFCCo không được hưởng lợi từ việc tăng giá bán mà sẽ nộp vào quỹ an sinh xã hội để hỗ trợ người nông dân.
- Giữa tháng 6/2011 PVFCCo tung ra sản phẩm - NPK. Điều này thể hiện PVFCCo bắt đầu triển khai chiến lược đa dạng hóa sản phẩm, đồng thời cũng là bước chuẩn bị thị trường cho dây sản phẩm của Nhà máy NPK do PVFCCo làm chủ đầu tư xây dựng (công suất 400.000 tấn, tổng vốn đầu tư khoảng 63 triệu USD dự kiến sẽ khởi công quý 3/2011 và hoàn thành 2013).

Phân tích hoạt động sản xuất kinh doanh

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2011 của PVFCCo tăng trưởng cao. Doanh thu đạt 4.536 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 1.472 tỷ đồng, lần lượt tăng 38% và 63% so với cùng kỳ năm 2010. Doanh thu tăng do cả 2 lĩnh vực kinh doanh của PVFCCo đều tăng: doanh thu sản xuất trong nước tăng 19%, doanh thu nhập khẩu tăng 111%. Trong khi đó, lợi nhuận tăng mạnh chủ yếu do biên lợi nhuận gộp của lĩnh vực kinh doanh phân đạm sản xuất trong nước gia tăng 9% từ 46% (6T2010) lên 55% (6T2011) tương ứng với 514 tỷ đồng lợi nhuận gộp tăng thêm. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh do 2 nguyên nhân: giá bán sản phẩm tăng trên 30% và chi phí khấu hao giảm 390 tỷ đồng. Ngoài ra, hoạt động tài chính cũng mang lại cho PVFCCo khoảng lợi nhuận 212 tỷ đồng (chủ yếu là lãi tiền gửi), tăng 88 tỷ đồng so với cùng kỳ năm 2010. Tổng hợp cả hoạt động sản xuất kinh doanh và hoạt động tài chính của PVFCCo đã tạo nên con số tăng trưởng ấn tượng 63% lợi nhuận sau thuế, tương ứng với tăng 569 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh 6 tháng cuối năm 2011 của PVFCCo nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức cao dựa trên cơ sở giá phân bón quý 3/2011 tiếp tục tăng cao do giá thế giới tăng và nguồn cung trong nước thiếu hụt. Sang quý 4/2011 cả nước sẽ bước vào vụ Đông Xuân nên nhu cầu phân bón tăng cao, khả năng giá giảm mạnh là khá thấp. Để đáp ứng nhu cầu tăng cao, ngoài việc duy trì sản xuất ở mức cao nhất, PVFCCo tích cực tìm kiếm thêm nguồn hàng nhập khẩu và dự kiến sẽ cung cấp thêm cho thị trường khoảng 400.000 tấn phân bón. (từ nay đến cuối năm 2011, tính cả phân bón sản xuất trong nước và nhập khẩu)

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2011

MHBS dự báo năm 2011 PVFCCo đạt khoảng 8.300 tỷ đồng doanh thu và 2.600 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế dựa trên một số giả định sau:

- Hoạt động sản xuất trong nước ổn định, sản lượng tiêu thụ đạt kế hoạch. Hoạt động nhập khẩu phân bón giữ vai trò điều tiết thị trường, không tạo lợi nhuận nhưng cũng không gây lỗ cho PVFCCo trong 6 tháng cuối năm 2011.
- Giá phân bón 6 tháng cuối năm 2011 biến động không lớn.

Với những giả định trên, EPS năm 2011 dự kiến đạt 6.700 đồng/cổ phần.

Định giá

Chúng tôi chỉ ước lượng giá trị PVFCCo dựa trên hoạt động ổn định của nhà máy Đạm Phú Mỹ. Do đó, kết quả định giá bên dưới chưa bao gồm phần giá trị tăng thêm từ dự án NPK chuẩn bị đầu tư và hoạt động bao tiêu toàn bộ sản phẩm của Đạm Cà Mau.

Những giả định cho mô hình định giá:

- Năm 2012 giá khí tăng 4%, giá đạm tăng bình quân 5%, doanh thu hoạt động nhập khẩu giảm 50%, chi phí nợ là 20%, lãi suất chiết khấu (Re) là 25%
 - Từ 2013 tăng trưởng ổn định với tỷ lệ là 3%
 - Sử dụng hệ số P/E, P/B bình quân lần lượt là 9,4 lần và 2,1 lần (nhóm 30 doanh nghiệp vốn hóa lớn nhất thị trường, cập nhật ngày 13/09/2011)
- MHBS ước tính giá trị hợp lý của PVFCCo vào khoảng 46.000 đồng/cổ phần.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	43.877	25%	10.969
FCFE	43.083	25%	10.771
P/E	56.180	25%	14.045
P/B	39.932	25%	9.983
Giá trị hợp lý		100%	45.768

Báo cáo được viết dựa trên những nguồn thông tin đáng tin cậy và đã được xem xét cẩn trọng. Nhà đầu tư chỉ nên xem đây là một trong những nguồn tham khảo và tự chịu trách nhiệm về quyết định đầu tư của mình. MHBS nghiêm cấm việc sử dụng, sao chép toàn bộ hay từng phần bản báo cáo này mà không có sự chấp thuận của chúng tôi.