

# TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ - CTCP (DPM)

Ngày 2 tháng 3 năm 2015

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (27/2/2015)	đồng	31.700
Giá mục tiêu:	đồng	30.600
Khuyến nghị ngắn hạn		Năm giữ
Ngưỡng kháng cự		34.000
Ngưỡng hỗ trợ		29.000
Mã Bloomberg:	<b>DPM VN</b>	Sàn GD: HSX
Ngành		Phân bón
Bêta (3 năm)		0,94
Cao / Thấp nhất 52 tuần	45.400/	28.600
Số lượng cổ phiếu		379.934.300
Vốn hóa (tỷ đồng)		12.044
Cổ phiếu lưu hành tự do		126.858.300
KLGDĐQ 12 tháng		41.697
Sở hữu nước ngoài		24,74%
Năm	Lợi tức	EPS (đồng)
2015 VPBS dự báo	7,9%	2.958
2014	7,9%	2.888
2013	15,8%	5.837
2012	14,2%	7.989
	2010-14 CAGR	2015F Tỷ đồng
Doanh thu	9,6%	8.382
EBITDA	-16,3%	1.413
Lãi ròng	-10,4%	1.124
	2014-19 CAGR	2014-19 CAGR
12 tháng gần nhất	DPM	Cùng ngành*
P/E	11,0	9,65
P/B	1,37	1,50
EBIT/Lãi vay	298,61	16,62
EV/EBITDA	4,21	6,65
Nợ vay/ VCSH	0,01	0,39
Biên LN ròng	11,5%	4,8%
ROA	10,9%	8,8%
ROE	12,1%	17,2%

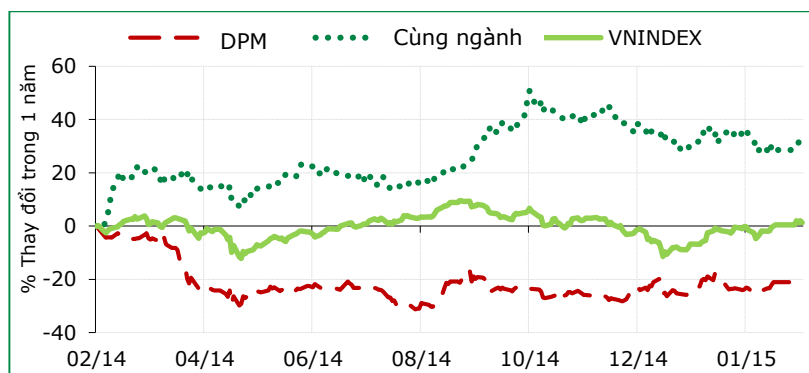
(\* Nhóm ngành gồm các công ty niêm yết trong nước thuộc ngành phân bón hóa chất

### Giới thiệu công ty:

DPM là một doanh nghiệp nhà nước thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, được thành lập vào năm 2003. Công ty đã cổ phần hóa và niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh vào năm 2007.

Hoạt động kinh doanh chính: Sản xuất và kinh doanh phân bón (chiếm 90% doanh thu), amoniac dạng lỏng, khí đốt công nghiệp, các hóa chất khác và điện.

Năm 2014 (chưa kiểm toán): Tổng tài sản đạt 10.110 tỷ đồng, tổng vốn chủ sở hữu là 8.789 tỷ đồng



Trong báo lần đầu Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP (DPM), chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn.

- ❖ **Dẫn đầu thị trường urê tại Việt Nam nhưng đang phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt:** DPM chiếm 40% thị phần urê tại Việt Nam với mạng lưới phân phối rộng khắp và một thương hiệu mạnh, những yếu tố này giúp DPM có lợi thế về giá bán. Tuy nhiên, do sự mở rộng của các đối thủ trong ngành, nên thị phần của DPM gặp phải sự cạnh tranh gay gắt.
- ❖ **Lợi nhuận cao so với nhóm tương đương cùng ngành nhưng đang sụt giảm:** DPM có biên và chỉ số lợi nhuận cao hơn nhóm tương đương cùng ngành trong nước cũng như trong khu vực. Tuy nhiên doanh thu và lợi nhuận đang sụt giảm kể từ năm 2012. Mặc dù DPM có kế hoạch cho các dự án lớn nhưng vẫn chưa thể đảm bảo được tính khả thi và khả năng sinh lời.
- ❖ **Xu hướng giảm của giá urê thế giới sẽ tiếp diễn:** Giá urê sẽ tiếp tục giảm do cung vượt cầu, đặc biệt là nguồn cung từ Trung Quốc, ảnh hưởng xấu đến tốc độ tăng trưởng và biên lợi nhuận.
- ❖ **Việc không còn được hỗ trợ về giá khí đã phản ánh lên giá cổ phiếu:** Giá cổ phiếu của DPM đã giảm khoảng 30% vào năm ngoái khi công ty chính thức áp dụng giá khí đầu vào thả nổi, trước đó công ty được nhận sự hỗ trợ từ PVGas (có chung công ty mẹ là PetroVietnam).
- ❖ **Giá dầu thấp sẽ làm tăng lợi nhuận:** Giá khí tự nhiên có mối tương quan mật thiết với giá dầu (đã giảm khoảng 50% trong năm trước), sẽ giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận.
- ❖ **Tỷ suất cổ tức cao:** DPM đã chi trả cổ tức ở mức hấp dẫn với tỷ lệ chia cổ tức là 35% trên mệnh giá (năm 2011), 45% (năm 2012), và 50% (năm 2013). DPM dự định giảm tỷ lệ cổ tức năm 2014 xuống 25% dẫn đến lợi suất cổ tức giảm xuống 7,9%, tuy nhiên, mức này vẫn hấp dẫn hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng hiện tại.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

## NỘI DUNG

<b>TỔNG QUAN NGÀNH PHÂN BÓN</b> .....	<b>3</b>
THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN THẾ GIỚI .....	3
NGÀNH PHÂN BÓN VIỆT NAM .....	7
<b>TỔNG QUAN CÔNG TY</b> .....	<b>10</b>
LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN .....	10
CỔ ĐÔNG VÀ QUYỀN SỞ HỮU .....	10
CƠ CẤU TỔ CHỨC .....	11
BAN LÃNH ĐẠO .....	12
ĐÚNG ĐẦU THỊ PHẦN PHÂN URÊ .....	13
<b>HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b> .....	<b>14</b>
SẢN PHẨM CHÍNH LÀ URÊ PHÚ MỸ .....	14
KHÍ TỰ NHIÊN CHIẾM 70% CHI PHÍ SẢN XUẤT URÊ .....	17
GIÁ BÁN CAO NHẤT NHƯNG CHI PHÍ SẢN XUẤT THẤP NHẤT .....	18
SỨC ÉP LỚN TỪ PHẦN URÊ TRUNG QUỐC .....	19
DỰ ÁN TRONG TƯƠNG LAI: NHÂN TỐ CHO SỰ TĂNG TRƯỞNG .....	20
<b>HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH</b> .....	<b>21</b>
TĂNG TRƯỞNG VÀ LỢI NHUẬN .....	21
TÍNH THANH KHOẢN VÀ KHẢ NĂNG THANH TOÁN .....	24
<b>GIẢ ĐỊNH VÀ DỰ PHÓNG</b> .....	<b>25</b>
<b>ĐỊNH GIÁ</b> .....	<b>28</b>
PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN .....	28
PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ THEO GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG .....	28
<b>PHÂN TÍCH KỸ THUẬT</b> .....	<b>31</b>
<b>KẾT LUẬN</b> .....	<b>32</b>
Phụ lục 1: VPBS dự phóng .....	33
Phụ lục 2: Giới thiệu các sản phẩm phân bón .....	36

# TỔNG QUAN NGÀNH PHÂN BÓN

## THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN THẾ GIỚI <sup>(1)</sup>

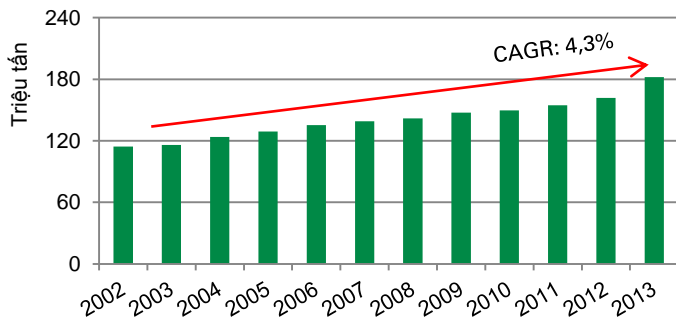
### Trung Quốc là nước sản xuất và xuất khẩu urê lớn nhất thế giới

Thị trường urê có mức độ tập trung cao. Trung Quốc và Ấn Độ chiếm trên 50% tổng sản lượng sản xuất và nhu cầu urê toàn cầu.

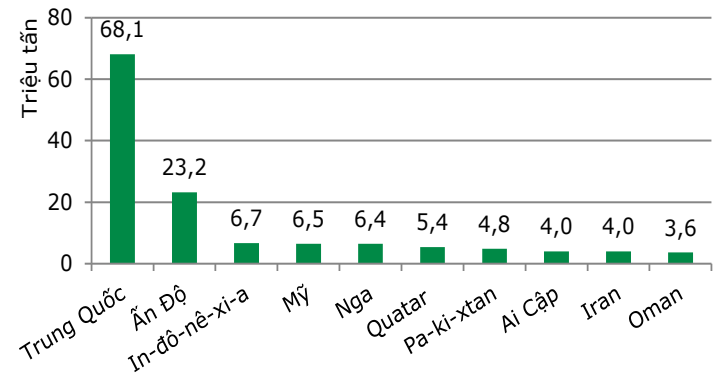
Theo Hiệp hội Phân bón Thế giới (IFA), tổng sản lượng sản xuất urê toàn cầu trong năm 2013 đạt khoảng 170 triệu tấn; trong đó Trung Quốc là nước sản xuất urê lớn nhất, chiếm 40% tổng sản lượng. Phần lớn urê do Trung Quốc sản xuất phục vụ thị trường trong nước (chiếm 35% tổng nhu cầu urê thế giới), nhưng quốc gia này vẫn giữ vị trí đứng đầu trong việc xuất khẩu urê với gần 19% thị phần thế giới.

Ấn Độ là nước sản xuất urê lớn thứ hai, chiếm 14% tổng sản lượng toàn cầu, nhưng lại là nhà nhập khẩu urê lớn nhất. Nhu cầu của nước này chiếm khoảng 18% nhu cầu urê toàn cầu.

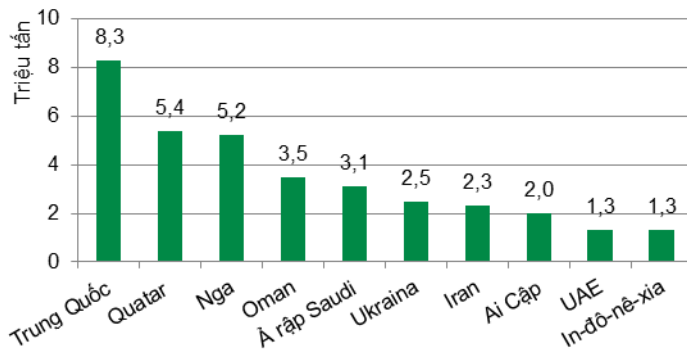
Sản lượng urê toàn cầu



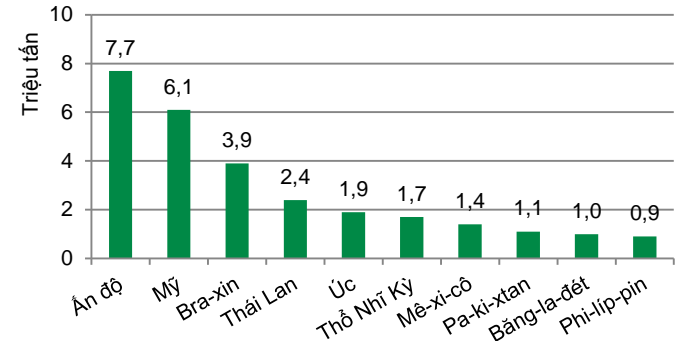
10 nước sản xuất urê lớn nhất (năm 2013)



10 nước xuất khẩu urê lớn nhất (năm 2013)



10 nước nhập khẩu urê lớn nhất (năm 2013)



Nguồn: IFA, Yara Fertilizer Industry Handbook (T12/2014)

### Khu vực Biển Đen và Vịnh Ả Rập thiết lập hầu hết giá urê trên thế giới

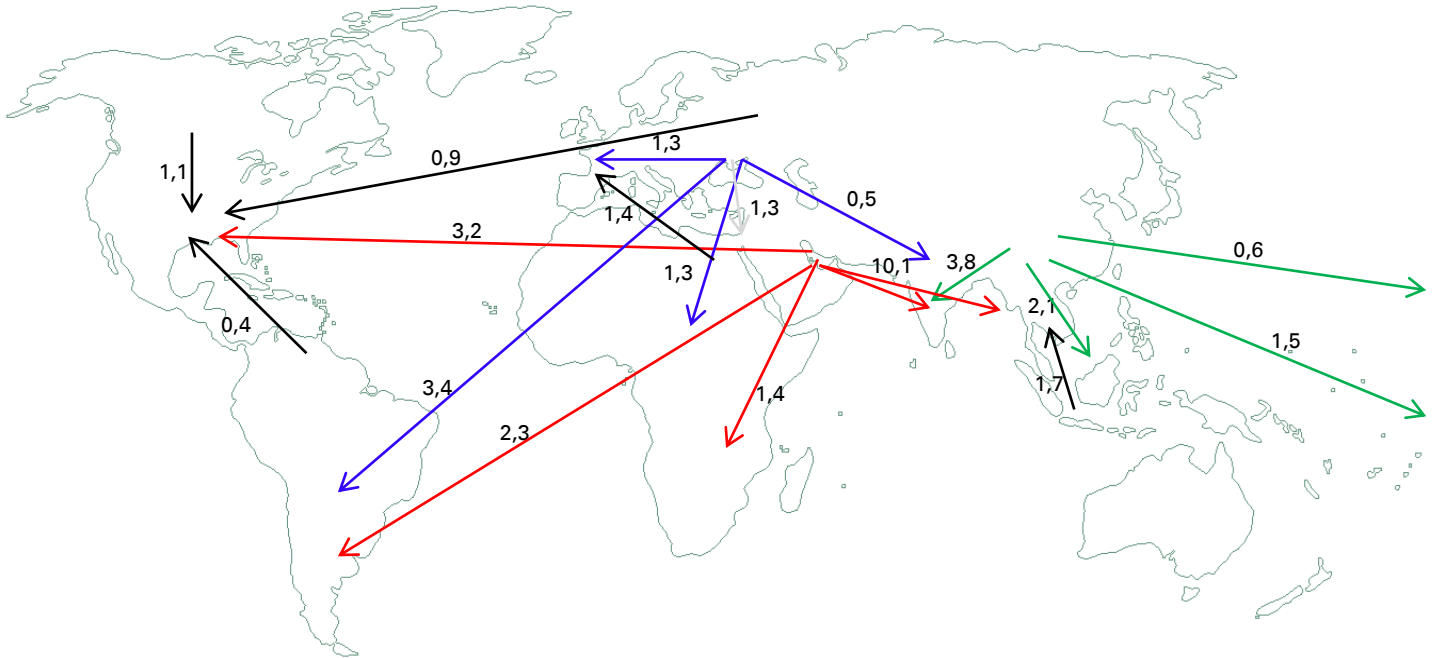
Urê từ khu vực Biển Đen và vùng Vịnh Ả Rập được thương mại rộng rãi và quyết định giá urê toàn cầu.

Sản phẩm urê mang tính toàn cầu cao do tính chất dễ vận chuyển, trong khi giá urê sau khi điều chỉnh chi phí vận chuyển và thuế xuất/nhập khẩu lại không có sự chênh lệch lớn giữa các thị trường. Công nghệ sản xuất urê dựa vào khí đốt là phổ biến nhất trên thế giới, và các nhà xuất khẩu urê hàng đầu là những quốc gia hay khu vực có nguồn khí đốt dồi dào. Cùng với Trung Quốc, Biển Đen

<sup>1</sup> Vui lòng xem phần phụ lục ở phần cuối của báo cáo này để có thêm thông tin về các sản phẩm phân bón.

và Vịnh Ả Rập là hai nhà sản xuất urê chính. Tuy nhiên, nhu cầu urê trong nước của hai khu vực này không đáng kể; hầu hết urê được sản xuất nhằm mục đích xuất khẩu. Do vậy, các sản phẩm urê này được thương mại rộng rãi trên toàn thế giới và có tác động đến giá urê toàn cầu.

### Những dòng giao thương urê chính năm 2013



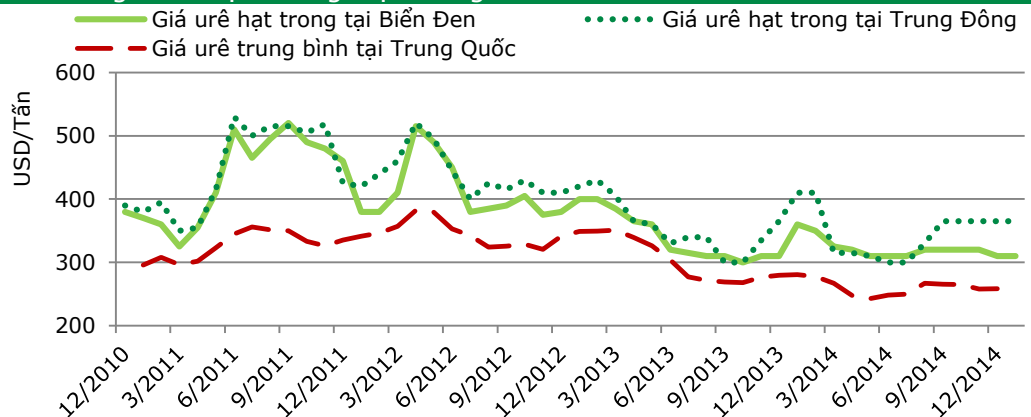
**Ghi chú:** Mũi tên xanh lá: urê xuất khẩu từ Trung Quốc; Mũi tên đỏ: urê xuất khẩu từ Vịnh Ả Rập; Mũi tên xanh dương: urê xuất khẩu từ Biển Đen; Mũi tên đen: urê xuất khẩu từ những vùng khác.  
Đơn vị: triệu tấn. Nguồn: IFA, Yara Fertilizer Industry Handbook (tháng 12 năm 2014)

### Trung Quốc thiết lập giá sàn cho urê

Urê Trung Quốc đáp ứng phần chênh lệch còn lại giữa cung và cầu toàn cầu.

Các sản phẩm urê Trung Quốc thiết lập giá sàn cho giá urê thế giới, do Trung Quốc với chi phí sản xuất thấp nhất có thể đáp ứng phần chênh lệch giữa cung và cầu urê trên thế giới. Urê sản xuất tại Trung Quốc không thể bán ra các thị trường bên ngoài nếu không có giá bán cao hơn giá trong nước, vì vậy mức giá này cộng thuế xuất/nhập khẩu và chi phí vận chuyển thiết lập mức giá sàn cho urê toàn cầu.

### So sánh giá urê tại những thị trường lớn



Nguồn: Bloomberg

## **Giá nông sản và giá than là hai nhân tố chính quyết định giá phân bón và giá urê**

*Giá urê có mối tương quan cao với giá nông sản và giá than.*

Giá nông sản chịu ảnh hưởng bởi nhu cầu lương thực. Khi giá cả các mặt hàng nông sản tăng sẽ dẫn đến nhu cầu mở rộng đất trồng trọt hoặc tăng năng suất và chất lượng cây trồng. Từ đó, nhu cầu phân bón sẽ tăng lên và giá phân bón cũng như giá urê tăng theo.

Theo nghiên cứu của chúng tôi, hệ số tương quan giữa giá urê tại khu vực Biển Đen và giá lúa mì tại Mỹ là 0,47, dựa trên dữ liệu hàng tháng từ năm 2008 đến tháng 1 năm 2015; nhưng hệ số tương quan này đạt đến mức cao nhất là 0,60 khi sử dụng các dữ liệu tương tự với độ trễ là ba tháng (giả định rằng giá lúa mì khiến giá urê tăng). Áp dụng cùng phương pháp và khoảng thời gian cho giá ngô tại Mỹ và giá urê ở khu vực Biển Đen, hệ số này là 0,56 nhưng đạt mức cao nhất 0,58 với dữ liệu có độ trễ một tháng. Các mối tương quan đáng kể nhưng không quá cao.

Chúng tôi cho rằng các mối tương quan thực sự hiệu quả, khi giá cả nông sản tăng và hỗ trợ cho giá urê. Ngược lại, khi giá các loại nông sản giảm, giá urê không thể giảm tương đương, do những vấn đề về chi phí sản xuất.

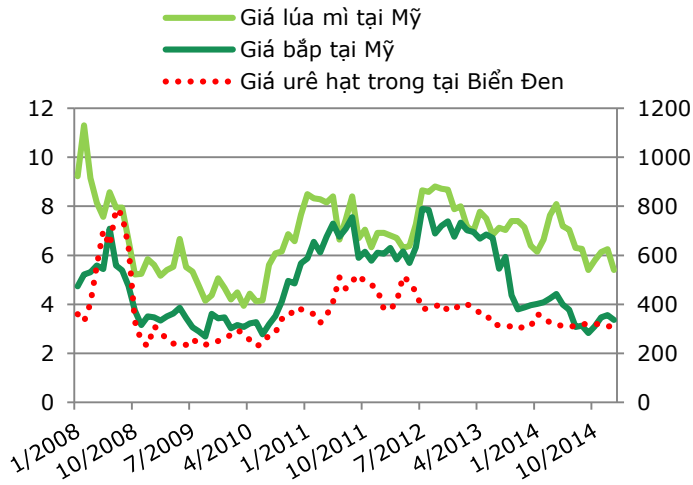
*Giá than đá tại Trung Quốc (không phải giá dầu) ảnh hưởng đến giá urê thế giới.*

Mặc dù công nghệ sản xuất urê bằng khí đốt là phổ biến nhất thế giới, nhưng hầu hết các nhà sản xuất urê ở Trung Quốc lại sử dụng than làm nguyên liệu chính (cụ thể là than đá), nhờ vào nguồn cung dồi dào của loại khoáng sản này (Trung Quốc là quốc gia sản xuất than lớn nhất, chiếm 46% tổng sản lượng toàn cầu vào năm 2013 - Nguồn: Hiệp hội Than Thế giới). Giá urê của Trung Quốc (tác động đến giá urê toàn cầu như được đề cập ở trên) và giá than là yếu tố then chốt cho sự thay đổi giá urê ở đất nước này.

Theo dữ liệu lịch sử hàng tháng của giá urê Trung Quốc, giá dầu thô WTI và giá than đá ở Trung Quốc từ năm 2011 đến tháng 1 năm 2015, chúng tôi xác định hệ số tương quan giữa giá urê Trung Quốc và giá dầu thô WTI là 0,11; trong khi hệ số tương quan giữa giá urê Trung Quốc với giá than đá lại lên đến 0,75, và đạt mức cao nhất 0,80 với dữ liệu có độ trễ hai tháng. Áp dụng cùng một phương pháp và chu kỳ thời gian cho giá urê tại khu vực Biển Đen và giá than Trung Quốc, hệ số tương quan là 0,73 và cao nhất ở mức 0,82 khi sử dụng dữ liệu với độ trễ ba tháng. Mối tương quan giữa giá urê Biển Đen và dầu thô WTI là không đáng kể, chỉ ở mức 0,03 và cao nhất là 0,1 khi sử dụng dữ liệu với độ trễ ba tháng.

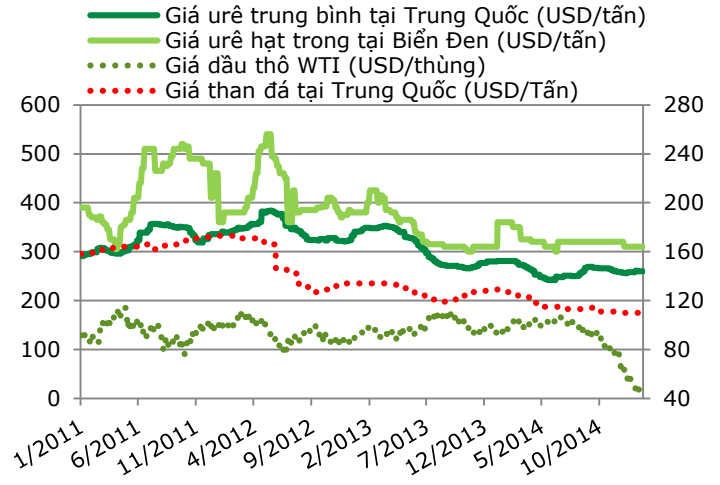
Từ những phân tích trên và dựa vào thực tế rằng giá urê Trung Quốc thiết lập giá sàn cho urê toàn cầu, chúng tôi tin rằng giá than ở Trung Quốc (chứ không phải giá dầu thô) có ảnh hưởng đến giá bán urê thế giới. Chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất urê sử dụng khí làm nguyên liệu đầu vào sẽ được hưởng nhiều lợi ích khi chi phí giảm do giá dầu giảm.

## So sánh giá urê và giá nông sản



Trục trái: giá nông sản (USD/bushel); Trục phải: giá urê (USD/tấn). Nguồn: Bloomberg

## So sánh giá urê, giá dầu thô, và giá than đá



Trục trái: giá urê; Trục phải: giá dầu, giá than đá. Nguồn: Bloomberg

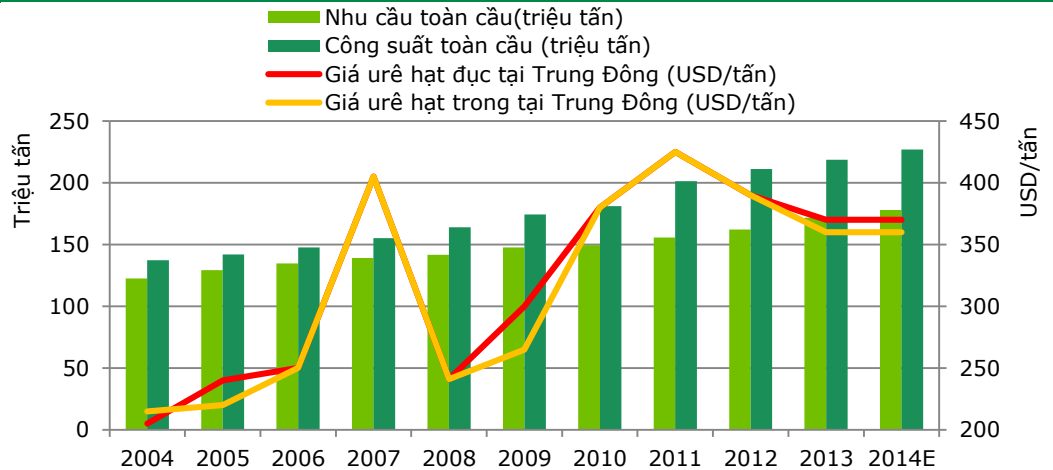
Ngành phân urê sẽ tiếp tục đối mặt với tình trạng cung vượt cầu, dẫn đến xu hướng giảm giá urê toàn cầu.

## Giá urê vẫn đang trong xu hướng giảm do tình hình cung vượt cầu

Giá urê dự kiến sẽ tiếp tục giảm do tình hình cung vượt cầu trên thế giới. Trong năm 2014, theo Hiệp hội Phân bón Thế giới (IFA) và Trung tâm Phát triển Phân bón Thế giới (IFDC), tổng công suất sản xuất urê toàn thế giới ước đạt 227 triệu tấn mỗi năm, trong khi nhu cầu là 178 triệu tấn. Theo IFA, tình hình này sẽ không thay đổi trong bốn năm tới; đến năm 2018 công suất được dự báo sẽ tăng lên 245 triệu tấn trong khi nhu cầu sẽ ở mức 202 triệu tấn.

Trên thế giới, giá urê hạt trong và urê hạt đục có sự chênh lệch. Trong hai năm gần đây, giá urê hạt đục cao hơn khoảng 2,8% so với giá urê hạt trong.

## Xu hướng giá, nhu cầu và công suất urê thế giới



Nguồn: IFA, IFDC, Green Markets, Bloomberg

## NGÀNH PHÂN BÓN VIỆT NAM

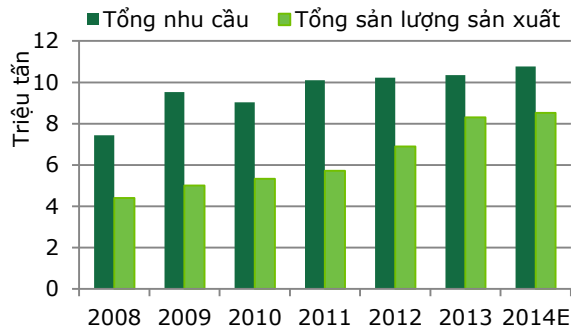
### Việt Nam phải nhập khẩu phân bón mỗi năm

Sản xuất trong nước đáp ứng 100% nhu cầu về urê, NPK, phân lân, và 30% DAP; nhưng những các mặt hàng phân kali, SA vẫn phải nhập khẩu hoàn toàn.

Trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2014, tổng nhu cầu và nguồn cung phân bón trong nước ước tính tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 6,4% và 11,6%. Trong năm 2014, Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam (Bộ NN & PTNT) ước tính tổng cầu là 10,76 triệu tấn, gồm 2,2 triệu tấn urê, 900 nghìn tấn SA, 960 nghìn tấn kali, 900 nghìn tấn DAP, 4 triệu tấn NPK và 1,8 triệu tấn phân lân.

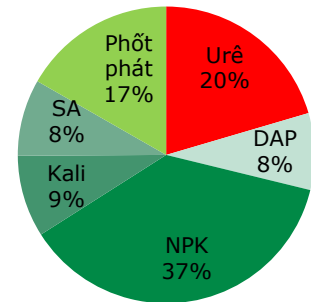
Sản xuất trong nước hiện đáp ứng tất cả các nhu cầu về urê (công suất sản xuất vượt xa nhu cầu), NPK và phân lân. Tất cả các nhu cầu cho SA và kali vẫn phải nhập khẩu trong khi đó sản xuất DAP chỉ mới đáp ứng 30% nhu cầu.

#### Cung và cầu phân bón tại Việt Nam



Nguồn: MARD, VPBS

#### Nhu cầu phân bón theo sản phẩm

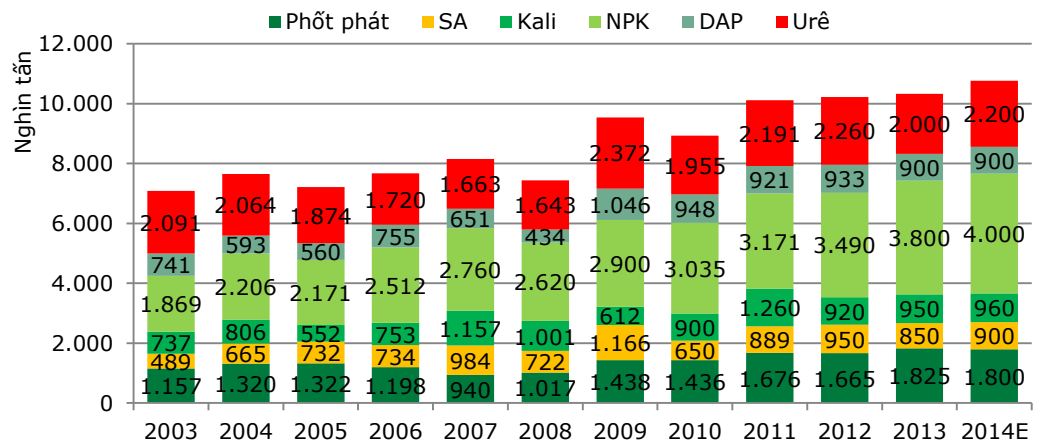


Nguồn: MARD, VPBS

### Nhu cầu phân bón tăng trưởng chậm trong năm năm trở lại đây

Nhu cầu phân bón tăng trưởng chậm lại trong những năm gần đây. Tốc độ CAGR là 3,8% trong giai đoạn từ năm 2000 đến năm 2013 nhưng chỉ đạt mức 2,5% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014. Theo Hiệp hội Phân bón Việt Nam (FAV), tổng nhu cầu phân bón ở Việt Nam ước đạt 11 triệu tấn trong năm 2014, tăng 4% so với năm trước; tốc độ tăng trưởng của mỗi loại phân bón khác nhau, với nhu cầu cho urê, kali và phân lân gần như không thay đổi hoặc chỉ giảm nhẹ trong khi nhu cầu cho NPK và DAP lại tăng nhẹ.

#### Nhu cầu phân bón qua các năm

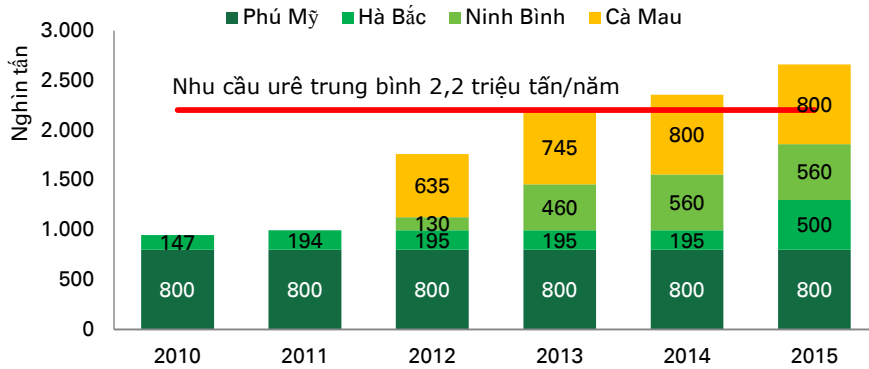


Nguồn: MARD, DPM

## Công suất sản xuất urê vượt cầu

Tổng nhu cầu urê trong nước dự kiến đạt 2,20 triệu tấn vào năm 2014, trong khi khả năng cung ứng nội địa hiện đạt 2,66 triệu tấn. Sản phẩm urê được sản xuất bởi bốn nhà máy: Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) (800.000 tấn/năm), CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) (800.000 tấn/năm), Công ty TNHH MTV Đạm Ninh Bình (560.000 tấn/năm), và Công ty TNHH MTV Phân đạm và Hóa chất Hà Bắc (500.000 tấn/năm).

### Công suất sản xuất urê



Nguồn: MARD, DPM, VPBS

### Nhà sản xuất urê tại Việt Nam

Công ty	Công suất (tấn/năm)
Đạm Phú Mỹ	800.000
Đạm Cà Mau	800.00
Đạm Hà Bắc (*)	500.000
Đạm Ninh Bình	560.000
<b>Tổng công suất</b>	<b>2.660.000</b>

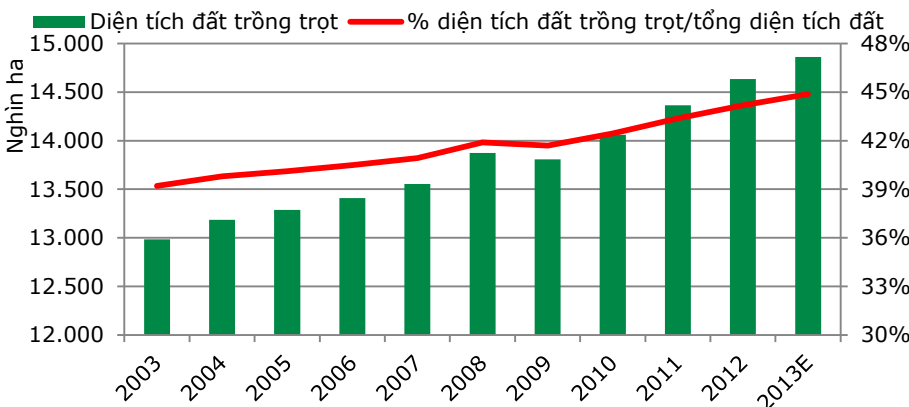
(\*) Trước năm 2015, công suất là 195.000 tấn/năm.

Nguồn: MARD, DPM, VPBS

## Nhu cầu phân bón ở Việt Nam sẽ tăng trưởng thấp do chậm mở rộng diện tích gieo trồng và tỷ lệ sử dụng phân bón hiện đang ở mức cao

Từ năm 2000 đến năm 2013, tiến độ mở rộng diện tích gieo trồng ở Việt Nam chậm lại với tốc độ CAGR là 1,25%. Việt Nam có tỷ lệ tiêu thụ phân bón (297 kg phân bón trên mỗi ha đất canh tác vào năm 2012) cao hơn các nước trong khu vực ngoại trừ Ma-lay-xi-a (1.570 kg/ha), và cao hơn tỷ lệ trung bình thế giới (141 kg/ha), do đó tốc độ tăng trưởng tiêu thụ phân bón sẽ không cao trong tương lai.

### Diện tích đất trồng trọt qua các năm



Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, Ngân hàng thế giới, VPBS

### Nhu cầu phân bón

	2010	2011	2012
<b>Vietnam</b>	<b>323,3</b>	<b>311,5</b>	<b>297,1</b>
Thái Lan	162,2	161,5	153,2
Ma-lay-xi-a	2.197,0	2.062,7	1.570,7
In-đô-nê-xi-a	181,5	198,4	194,8
Campuchia	11,5	15,5	16,6
Trung Quốc	579,9	558,3	647,6
Ấn Độ	179,1	177,9	163,7
Nhật Bản	259,8	268,3	259,1
Thế giới	136,0	137,7	141,3

(kg phân bón cho mỗi ha đất canh tác)  
 Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, Ngân hàng thế giới



## Triển vọng thị trường urê năm 2015

Thị trường urê hiện đối mặt với sự dư thừa nguồn cung, sẽ khiến giá urê toàn cầu tiếp tục xu hướng giảm. Trong năm 2014, giá dầu thô WTI đã giảm khoảng 45% trong khi giá bán urê trong nước của Trung Quốc chỉ giảm 15%, nhìn chung sẽ dẫn đến nhận định rằng giá urê sẽ giảm mạnh trong năm 2015. Tuy nhiên, khi giá dầu lao dốc vào quý 4 năm 2014, giá urê đã tăng nhẹ và gần như không đổi trong 2 tháng đầu năm 2015. Nguyên nhân đã được nêu ra ở trên, mối tương quan giữa giá dầu và giá urê là rất nhỏ, thay vào đó giá than đá tại Trung Quốc sẽ quyết định xu hướng giá urê trong năm 2015.

Từ năm 2011 đến năm 2014, giá urê ở Trung Quốc có sự điều chỉnh trễ hơn so với giá than nhưng chưa bao giờ giảm sâu hơn tỷ lệ giảm của giá than trong năm trước đó. Từ sự quan sát này, chúng tôi tin rằng urê Trung Quốc sẽ không giảm hơn 14% trong năm 2015. Bởi vì urê Trung Quốc có ảnh hưởng lớn đến giá urê tại Việt Nam, chúng tôi tin rằng tốc độ giảm giá urê Việt Nam sẽ thấp hơn 14% trong năm 2015.

### Giá urê Trung Quốc, dầu thô và than đá

% tăng/giảm so với năm trước	2011	2012	2013	2014
Giá than đá tại Trung Quốc	8,86%	-22,09%	-4,48%	-14,06%
Giá dầu thô WTI	7,20%	-7,09%	7,19%	-45,87%
Giá urê Trung Quốc	13,51%	1,49%	-17,89%	-7,86%

*Nguồn: Bloomberg, VPBS*

Chúng tôi thấy dự báo giá urê của Ngân hàng Thế giới cũng thể hiện quan điểm tương tự. Theo báo cáo triển vọng thị trường hàng hóa của Ngân hàng Thế giới vào tháng 1 năm 2015, giá urê tại thị trường Biển Đen năm 2015 được dự báo sẽ giảm khoảng 5,12%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá urê tại Việt Nam có thể giảm hơn mức đó trong năm 2015 do việc mở rộng công suất urê của Công ty TNHH MTV Phân đạm và Hóa chất Hà Bắc sẽ tạo thêm áp lực cho thị trường trong nước.

# TỔNG QUAN CÔNG TY

## LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN

DPM là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, chính thức đi vào hoạt động vào năm 2004.

Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí - PVFCCo (DPM), là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam - PetroVietnam (PVN), được thành lập ngày 28 tháng 3 năm 2003 và chính thức hoạt động vào ngày 19 tháng 1 năm 2004. Cổ phiếu của công ty đã được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) vào ngày 5 tháng 11 năm 2007.

DPM hiện chuyên sản xuất phân bón - urê hạt trong. Công ty còn kinh doanh các loại phân bón khác như NPK, phân lân, kali; kinh doanh hóa chất; sản xuất bao bì sản phẩm và điện.

### Các cột mốc

Năm 2001	Phát động triển khai xây dựng nhà máy đạm Phú Mỹ
Năm 2003	Thành lập Công ty Phân đạm và Hóa chất Dầu khí (PVFCCo)
Năm 2004	Chính thức đưa sản phẩm đạm Phú Mỹ ra thị trường; Khánh thành Nhà máy đạm Phú Mỹ
Năm 2007	Chuyển đổi thành công ty cổ phần; niêm yết và giao dịch trên sàn HSX
Năm 2008	Chuyển đổi thành Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí
Năm 2010	Khánh thành cụm thu hồi khí thải CO <sub>2</sub> , nâng công suất Nhà máy đạm Phú Mỹ lên 800.000 tấn/năm
Năm 2011	Khánh thành trụ sở PVFCCo tại TP.HCM
Năm 2014	Xưởng sản xuất hóa phẩm dầu khí chính thức hoạt động tại Vũng Tàu

Nguồn: DPM

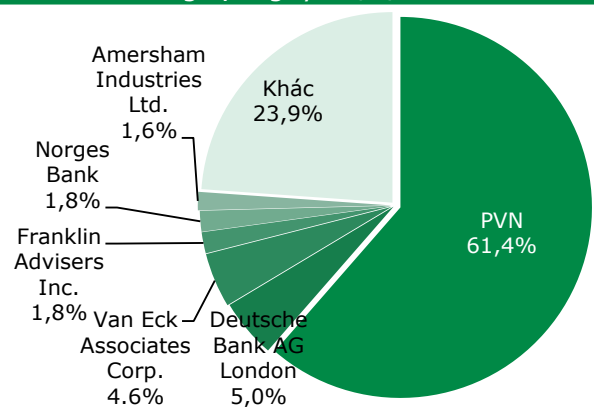
## CỔ ĐÔNG VÀ QUYỀN SỞ HỮU

Cơ cấu sở hữu của DPM có mức độ tập trung cao với 95% sở hữu thuộc về các nhà đầu tư tổ chức, trong đó PetroVietnam (PVN) nắm 61,4% là cổ đông kiểm soát. Các nhà đầu tư nước ngoài nắm 29,7% quyền sở hữu, trong đó có hai cổ đông lớn là Deutsche Bank AG London (5,0%) và Van Eck Associates Corporation (4,6%), tại thời điểm ngày 12 tháng 1 năm 2015.

### Cổ đông nắm trên 1%

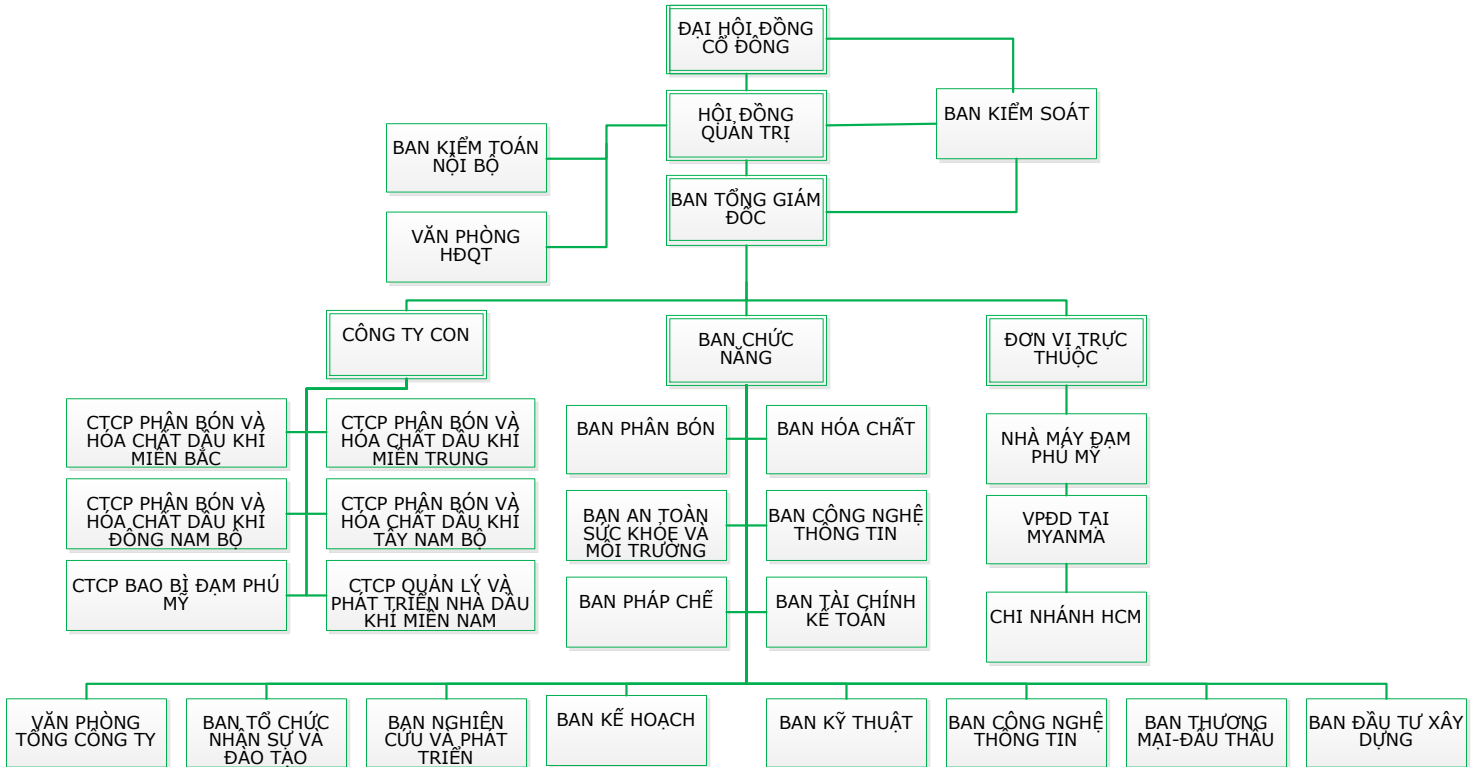
Tên cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
PetroVietnam	61,4%
Deutsche Bank AG London	5,0%
Van Eck Associates Corp.	4,6%
Franklin Advisers Inc.	1,8%
Norges Bank	1,8%
Amersham Industries Ltd.	1,6%

### Cơ cấu cổ đông tại ngày 12/1/2015



Nguồn: Bloomberg

## CƠ CẤU TỔ CHỨC



DPM hiện có ba đơn vị trực thuộc: Nhà máy Đạm Phú Mỹ, Chi nhánh Thành phố Hồ Chí Minh, và Văn phòng đại diện tại Myanmar. Chi nhánh tại Cam-pu-chia đã ngừng hoạt động vào tháng 7 năm 2014.

Công ty có sáu công ty con:

- CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí Miền Bắc, DPM sở hữu 75,0%
- CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí Miền Trung, DPM sở hữu 75,0%
- CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí Đông Nam Bộ, DPM sở hữu 75,0%
- CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí Tây Nam Bộ, DPM sở hữu 75,0%
- CTCP Bao bì Đạm Phú Mỹ, DPM sở hữu 51,0%
- CTCP Quản lý và Phát triển Nhà Dầu khí Miền Nam, DPM sở hữu 81,4%

DPM ghi nhận lỗ từ các khoản đầu tư khác nhưng khả năng tăng trưởng lạc quan.

DPM có hai công ty liên kết là CTCP Phát triển Đô thị Dầu khí (PVC-Mekong) và CTCP Hóa dầu và Xơ sợi Dầu khí (PVTEX) với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 35,6% và 26,0%. Những khoản đầu tư này đã khiến DPM phải chịu những khoản lỗ lớn trong suốt ba năm qua.

- **PVC-Mekong:** được thành lập vào năm 2007 tại tỉnh Cà Mau. Hoạt động kinh doanh chính là thi công đường, cao ốc và hệ thống nước. Trong năm 2012 và năm 2013, công ty đã phải chịu những khoản lỗ lớn lần lượt lên đến 139 tỷ đồng và 124 tỷ đồng, và ảnh hưởng đến giá trị đầu tư của DPM tại công ty này. Trong nửa đầu năm 2014, DPM tiếp tục ghi nhận lỗ cho khoản đầu tư này. Tuy nhiên, tình hình kinh doanh của PVC-Mekong đã khả quan hơn từ nửa cuối năm 2014 và giá trị khoản đầu tư này của DPM đã tăng nhẹ trong năm 2014 so với năm trước.
- **PVTEX:** được thành lập vào tháng 3 năm 2008 tại Hải Phòng với tổng vốn đầu tư là 324 triệu USD, trong đó vốn chủ sở hữu là 100 triệu USD. PVTEX sản xuất sợi polyester. Nhà máy của công ty đã được chạy thử từ ngày 20 tháng 7 năm 2011 và đã bắt đầu hoạt động sản xuất thương mại kể từ ngày 14 tháng 3 năm 2014. Do năm 2014 là năm đầu tiên PVTEX chính thức hoạt động, nên công ty phải chịu chi phí khấu hao cao và sản phẩm đầu ra chưa ổn định, dẫn đến một khoản lỗ lớn trong năm 2014. Chúng tôi ước tính rằng DPM đã ghi nhận lỗ 281 tỷ đồng cho khoản đầu tư vào PVTEX trong năm 2014. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng tình hình sẽ được cải thiện dần khi PVTEX có thể tìm được thị trường ổn định cho sản phẩm của mình và chi phí tài chính sẽ giảm dần qua các năm.

#### Đầu tư vào công ty liên kết

Đơn vị: Tỷ đồng	Tỷ lệ sở hữu	2011	2012	2013	2014
<b>Giá trị đầu tư</b>		<b>459</b>	<b>491</b>	<b>463</b>	<b>209</b>
PVC-Mekong	35,63%	26	58	11	12
PVTEX	26,00%	432	433	452	198
<b>Lời (lỗ) từ khoản đầu tư vào công ty liên kết</b>		<b>6</b>	<b>(51)</b>	<b>(36)</b>	<b>(280)</b>

*Nguồn: Báo cáo của công ty, VPBS*

## BAN LÃNH ĐẠO

PetroVietnam (PVN) nắm phần lớn tỷ lệ sở hữu và quyền biểu quyết trong các quyết định chiến lược phát triển cũng như bổ nhiệm nhân sự chủ chốt của DPM, đây cũng phù hợp với kế hoạch phát triển của PVN. Ban điều hành và ban quản trị của DPM gồm những chuyên gia giàu kinh nghiệm trong ngành công nghiệp dầu khí và hóa dầu.

## Danh sách thành viên Hội đồng quản trị, Ban điều hành, Ban kiểm soát

Hội đồng quản trị	Chức vụ	Kinh nghiệm/bằng cấp	Tỷ lệ sở hữu
Lê Cự Tân	Chủ tịch	Kỹ sư Khai thác máy tàu biển; kỹ sư Quản trị doanh nghiệp; thạc sĩ Kỹ thuật chuyên ngành Tự động hóa. Được bổ nhiệm từ T12/2013	0,01%
Nguyễn Thị Hiền	Phó Chủ tịch	Cử nhân Kinh tế ngoại thương. Được bổ nhiệm từ T3/2009	0%
Cao Hoài Dương	Thành viên HĐQT kiêm TGD	Như đề cập bên dưới	0%
Nguyễn Hồng Vinh	Thành viên HĐQT	Kỹ sư Nông nghiệp. Làm việc tại DPM từ T12/2009	0%
Đình Quang Hoàn	Thành viên HĐQT	Thạc sĩ kinh tế, ACCA. Đại diện phần vốn của CTCP Chứng khoán Bản Việt tại DPM	0%
<b>Ban điều hành</b>			
Cao Hoài Dương	TGD, thành viên HĐQT	Thạc sĩ công nghệ hóa dầu; nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực lọc hóa dầu và hóa chất dầu khí; được bổ nhiệm làm TGD của DPM từ T11/2010	0%
Dương Trí Hội	Phó TGD	Kỹ sư Điện công nghiệp, Cử nhân Kinh tế, Kế hoạch Đầu tư. Làm việc tại DPM từ năm 2007	0%
Hoàng Việt Dũng	Phó TGD	Kỹ sư Công nghệ hóa dầu. Được bổ nhiệm từ T3/2011	0%
Lê Thị Thu Hương	Phó TGD	MBA. Được bổ nhiệm từ T3/2013	0%
Từ Cường	Phó TGD	Kỹ sư ngành Lọc hóa dầu, Thạc sĩ Công nghệ hóa dầu. Được bổ nhiệm năm 2008	0%
Lê Văn Quốc Việt	Phó TGD	Cử nhân Kinh tế kế hoạch. Được bổ nhiệm từ T2/2009	0%
Nguyễn Văn Tòng	Phó TGD	Cử nhân Tài chính kế toán ngành Ngân hàng kiến thiết. Được bổ nhiệm T4/2009	0%
Huỳnh Kim Nhân	Kế toán trưởng	Cử nhân Kinh tế ngành Tài chính kế toán	0%
<b>Ban kiểm soát</b>			
Trần Thị Phương Thảo	Trưởng BKS	Cử nhân Kinh tế chuyên ngành Ngoại thương. Làm việc tại DPM từ năm 2001	0%
Nguyễn Văn Hòa	Thành viên BKS	Cử nhân Kinh tế chuyên ngành Ngân hàng. Làm việc tại DPM từ 2007	0%
Lê Vinh Văn	Thành viên BKS	Cử nhân chuyên ngành Tài chính kế toán. Được bổ nhiệm từ T11/2008	0%

Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2013; Tỷ lệ sở hữu cập nhật ngày 28/1/2015 từ Báo cáo tình hình quản trị công ty

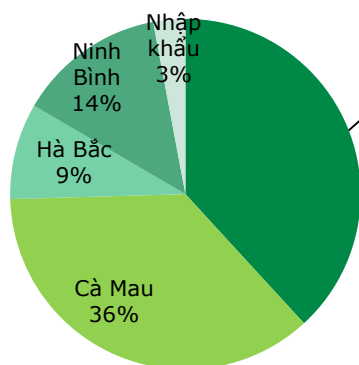
## ĐỨNG ĐẦU THỊ PHẦN PHÂN URÊ

DPM nắm 40% thị phần phân urê tại Việt Nam.

DPM giữ vị trí dẫn đầu trên thị trường phân urê Việt Nam với thị phần khoảng 40%. Hai thị trường chính của DPM là miền Đông Nam Bộ và miền Trung - Tây Nguyên, mỗi thị trường đóng góp khoảng 30% vào doanh thu urê của DPM.

Miền Tây Nam Bộ từng là thị trường lớn của DPM, tuy nhiên kể từ khi CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) đi vào hoạt động năm 2012, thị phần của DPM tại thị trường này giảm dần, không chỉ do DCM có lợi thế về mặt vị trí địa lý, mà còn vì đây cũng là chiến lược của PVN - cổ đông chính của cả DPM và DCM.

Thị phần năm 2014



Cơ cấu doanh thu theo thị trường

Vùng/miền	Thị phần	Tỷ lệ đóng góp doanh thu
Đông Nam Bộ	75%	31%
Miền Trung Tây Nguyên	70%	29%
Tây Nam Bộ	35%	25%
Miền Bắc	25%	15%

Nguồn: DPM, VPBS

*DPM có lợi thế về giá bán nhờ vào mạng lưới phân phối rộng khắp và uy tín cao.*

DPM có mạng lưới phân phối rộng khắp với 10 chi nhánh, 101 đơn vị bán sỉ, 3.000 điểm bán hàng và 29 nhà kho trên toàn quốc, tính đến cuối năm 2014. Các đơn vị này được quản lý bởi bốn công ty con, nhờ vậy DPM có thể kiểm soát chặt chẽ mạng lưới của mình.

Trong ngành sản xuất phân bón, khi chất lượng sản phẩm của các công ty tương đối giống nhau và giá bán không chênh lệch nhiều, thì quảng cáo tiếp thị trở thành nhân tố quyết định cho sự thành công của một công ty phân bón. Tuy nhiên, nhà bán sỉ và bán lẻ (không phải các công ty phân bón) mới là bên trực tiếp bán và tư vấn cho khách hàng - người nông dân; do đó mối quan hệ với những bên trung gian này là chiến lược chính trong hoạt động tiếp thị của các công ty phân bón. Bên cạnh đó, mạng lưới phân phối là một trong những rào cản lớn cho các công ty phân bón mới bước vào ngành. Thật vậy, các sản phẩm phân urê nhập khẩu từ Trung Quốc thường rẻ hơn nhưng khó mở rộng thị phần ở Việt Nam. Hiện nay, các sản phẩm urê Phú Mỹ được bán với giá cao hơn so với các thương hiệu khác, không chỉ nhờ mạng lưới phân phối rộng khắp mà còn nhờ uy tín cao. Các sản phẩm urê Phú Mỹ đã có mặt trên thị trường hơn 10 năm qua, trong khi DCM và Ninh Bình chỉ tham gia thị trường cách đây 4 năm.

*Thị trường xuất khẩu còn hạn chế, khả năng sinh lời là vấn đề cần giải quyết.*

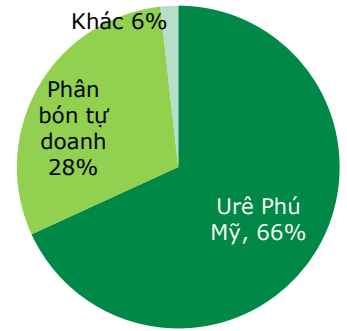
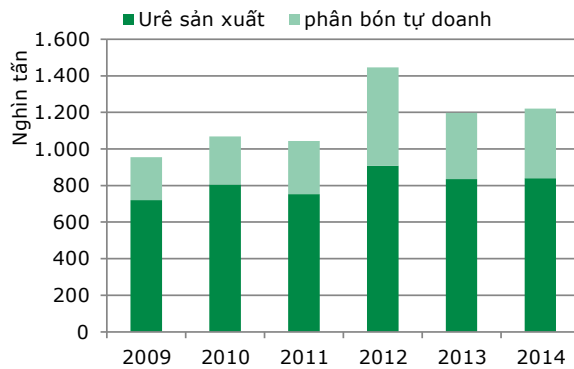
Doanh thu xuất khẩu không đáng kể, khoảng 180 tỷ đồng vào năm 2012 và 50 tỷ đồng vào năm 2013. DPM đã từng thâm nhập vào thị trường Cam-pu-chia và các nước Đông Nam Á. Do không khai thác được nhiều cơ hội trong nhu cầu và giá cả tại thị trường Cam-pu-chia, DPM đã giải thể chi nhánh của mình tại quốc gia này vào tháng 7 năm 2014. Hiện tại, công ty chỉ có một đơn vị kinh doanh tại nước ngoài là Văn phòng đại diện Myanmar. Trong năm 2014, DPM đã mở rộng sang hai thị trường xuất khẩu mới là Gioóc-đa-ni và Niu-Di-lân; tuy vậy, đến nay sản lượng xuất khẩu vẫn rất khiêm tốn.

Theo quan điểm của chúng tôi, xuất khẩu chỉ là một giải pháp cho tình hình thừa cung sản phẩm urê của công ty, vì xuất khẩu không mang lại lợi nhuận cao. Đối với thị trường nội địa, urê nhập khẩu phải chịu 6% thuế nhập khẩu và các chi phí vận chuyển khác. Hiện sản phẩm urê của DPM đang được bán ở mức giá nhỉnh hơn so với sản phẩm nhập khẩu (đã bao gồm thuế nhập khẩu và chi phí vận chuyển). Nếu DPM xuất khẩu sản phẩm của mình, công ty không còn được hưởng lợi chênh lệch từ thuế nhập khẩu tại Việt Nam và chi phí vận chuyển. Vì vậy, chúng tôi cho rằng hoạt động xuất khẩu sẽ không giúp cải thiện biên lợi nhuận so với tiêu thụ tại thị trường nội địa.

## **HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

### **SẢN PHẨM CHÍNH LÀ URÊ PHÚ MỸ**

Sản phẩm chính của DPM là urê hạt trong, đóng góp khoảng 70% vào tổng doanh thu. Sản lượng sản xuất urê khá ổn định qua các năm do hoạt động sản xuất của công ty đã đạt được công suất tối đa. Sản lượng phân bón tự doanh tương đối biến động và phụ thuộc vào chiến lược của công ty tại từng thời điểm.



Nguồn: DPM, VPBS

**Urê**

*Sản phẩm urê hạt trong của DPM có chất lượng tốt nhất ở Việt Nam. Cho đến nay, sản phẩm có thể cạnh tranh về chất lượng là urê hạt đục của DCM.*

Sản phẩm chính của DPM là phân urê hạt trong; là một trong những sản phẩm có chất lượng tốt nhất tại thị trường trong nước, vượt qua các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc. Sản phẩm được ra mắt vào năm 2004, và đã từng bước thay thế sản phẩm ngoại nhập ở thị trường Việt Nam.

Hiện nay, đối thủ cạnh tranh chính với sản phẩm urê của DPM là urê hạt đục được sản xuất bởi DCM. Urê hạt đục chậm tan và ít bị bay hơi hơn, do đó giúp tiết kiệm chi phí; tuy nhiên sử dụng urê hạt trong lại có hiệu quả nhanh hơn cho cây trồng. Urê hạt trong không được ưa chuộng như urê dạng hạt đục khi dùng làm nguyên liệu đầu vào cho sản xuất phân NPK, vì urê hạt trong mềm và dễ nát hơn urê hạt đục.

DCM có lợi thế về mặt địa lý. Urê hạt đục của DCM hầu như toàn bộ được sử dụng để đáp ứng nhu cầu trồng trọt ở vùng Tây Nam Bộ của Việt Nam - thị trường tiêu thụ urê lớn nhất với nhu cầu khoảng 700.000 tấn/năm. Lượng tiêu thụ urê ở các khu vực khác trong nước chủ yếu được phân phối bởi DPM nhờ vào mạng lưới phân phối rộng khắp và kinh nghiệm lâu năm trên các thị trường này.

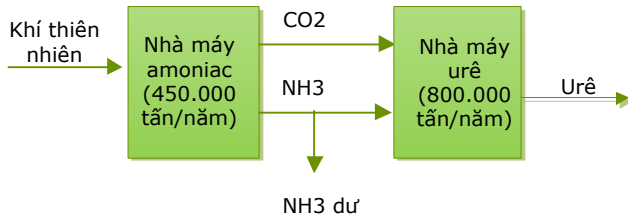
Trong khi giá urê hạt đục trên thế giới thường nhỉnh hơn so với urê hạt trong nhưng đôi khi thấp hơn tùy thuộc vào sự tương quan giữa cung cầu (*vui lòng tham khảo thêm trong phần Tổng quan ngành*). Ở Việt Nam, hiện giá đạm Phú Mỹ cao hơn giá đạm Cà Mau nhờ DPM có thương hiệu uy tín cao cũng như thói quen sử dụng sản phẩm phân urê của nông dân. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng đây chỉ là chính sách bán hàng của DCM trong giai đoạn đầu để giới thiệu sản phẩm ra thị trường. Trong tương lai, nông dân sẽ dần quen với sản phẩm urê hạt đục cũng như DCM có thể xây dựng thương hiệu của mình; như vậy, giá đạm Cà Mau có thể sẽ được điều chỉnh bằng với đạm Phú Mỹ.

*Urê đang được sản xuất với công suất tối đa.*

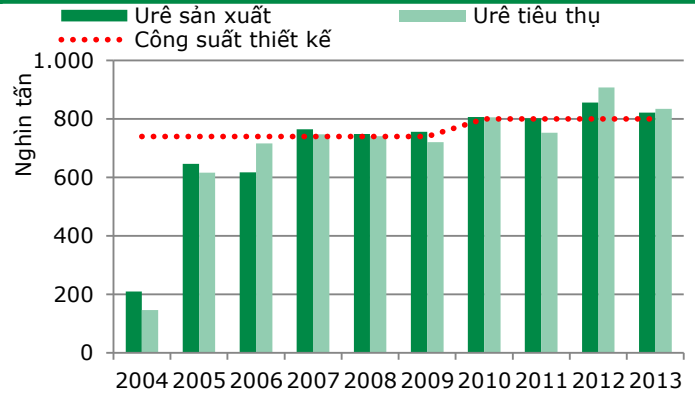
Nhà máy urê của DPM được xây dựng với công suất thiết kế ban đầu là 740.000 tấn/ năm và nâng cấp lên 800.000 tấn/năm từ tháng 10 năm 2010. Nhà máy được đặt tại Khu công nghiệp Phú Mỹ I, Tân Thành, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu, với diện tích khoảng 63 ha. Vốn đầu tư ban đầu là 370 triệu USD, và tăng thêm 27 triệu USD vào năm 2009 khi nâng cấp công suất. Trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2014, nhà máy DPM luôn hoạt động vượt công suất thiết kế và đạt sản lượng cao nhất 856.000 tấn vào năm 2012. Tuy nhiên, nhà máy đã hoạt

độ hơn mười năm và cần được bảo trì định kỳ; do vậy sản lượng sản xuất sẽ không ổn định qua các năm. DPM đã thực hiện bảo trì định kỳ cho nhà máy của mình vào năm 2008, 2011 và 2013. Công ty cũng có kế hoạch bảo trì tương tự trong năm 2015.

### Quy trình sản xuất



### Sản lượng sản xuất và tiêu thụ urê qua các năm



Nguồn: DPM

### Kinh doanh phân bón

Bao gồm: urê Cà Mau, kali, NPK, DAP và SA

- Đạm Cà Mau: DPM đã từng bao tiêu sản phẩm urê Cà Mau trong năm 2012 khi nhà máy Đạm Cà Mau lần đầu tiên đi vào hoạt động. Từ năm 2013, DPM đã không còn giữ vai trò này nhưng vẫn còn bán sản phẩm của DCM.
- Các sản phẩm phân bón khác: Tất cả sản phẩm này được gia công bởi các công ty khác (chủ yếu từ Trung Quốc) theo đơn hàng của DPM. DPM dùng thương hiệu của mình và bán các sản phẩm này thông qua mạng lưới phân phối. Mảng kinh doanh này có biên lợi nhuận gộp rất thấp, chỉ khoảng 2% đến 5%.

### Sản phẩm hóa chất

Bao gồm: amoniac và các hóa chất khác như axit, hóa chất sử dụng trong các ngành dầu khí và nhựa

Trước năm 2014, DPM chỉ kinh doanh các sản phẩm hóa chất (ngoại trừ amoniac là sản phẩm công ty có thể tự sản xuất). Từ tháng 5 năm 2014, nhà máy hóa chất mới của DPM đi vào hoạt động, với công suất 25.000 thùng/năm và có thể tạo ra doanh thu hàng năm là 300 tỷ đồng. Trong năm 2014, DPM sản xuất tổng cộng 15.000 thùng, đóng góp 200 tỷ đồng doanh thu. Hiện tại, DPM có kế hoạch triển khai các dự án hóa chất mới, do đó công suất của mảng kinh doanh này dự kiến sẽ tăng trưởng trong các năm sắp tới.

Amoniacc được sản xuất trực tiếp từ khí tự nhiên và là nguyên liệu đầu vào cho sản xuất urê. Công suất của nhà máy amoniacc vào khoảng 450.000 tấn/năm, hoàn toàn được dùng để sản xuất 800.000 tấn urê mỗi năm. Hiện tại, Việt Nam phải nhập khẩu khoảng 100.000 tấn amoniacc mỗi năm, do đó nhu cầu amoniacc là khá cao, và DPM có thể linh hoạt chuyển đổi giữa bán sản phẩm urê và amoniacc để tạo ra lợi nhuận cao hơn.

Biên lợi nhuận của amoniacc cao hơn urê, nhưng sản lượng hàng năm không cao. Trong tương lai, nếu tình trạng dư thừa nguồn cung urê ở Việt Nam vẫn



tiếp diễn và gây áp lực lên giá urê trong nước, DPM sẽ xem xét giảm tỷ trọng sản lượng sản xuất urê và tăng sản lượng amoniac.

### **Sản phẩm khác**

*Bao gồm: các sản phẩm bao bì và sản xuất điện*

Sản phẩm bao bì được sản xuất bởi công ty con là CTCP Bao bì Đạm Phú Mỹ. Tổng công suất thiết kế đạt 46 triệu đơn vị mỗi năm. DPM đã sản xuất 49,5 triệu đơn vị trong năm 2014, và dự kiến tăng lên mức 53,2 triệu đơn vị mỗi năm kể từ năm 2015. Hiện nay, DPM chỉ sử dụng một nửa sản lượng bao bì được sản xuất, và bán phần còn lại cho các công ty khác, nhưng chỉ đóng góp một khoản lợi nhuận nhỏ cho DPM.

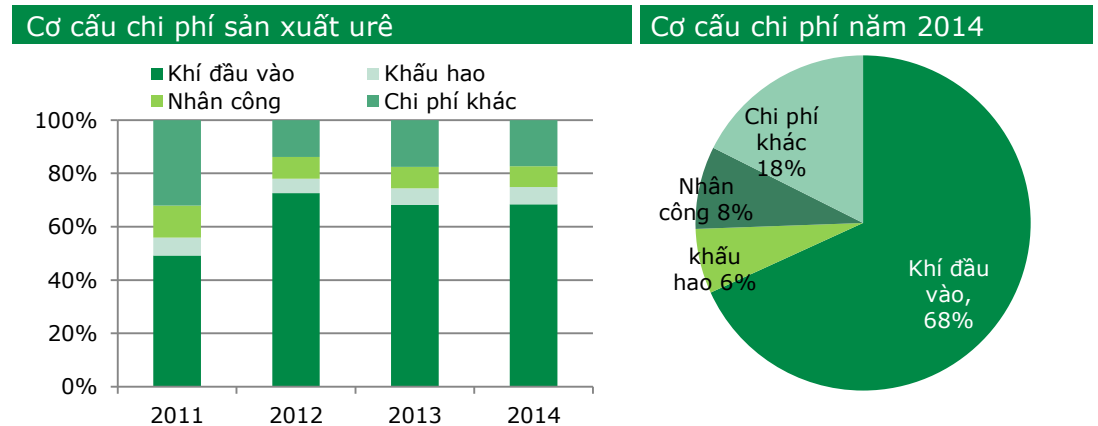
Điện là một sản phẩm từ quá trình sản xuất urê. DPM sở hữu nhà máy điện với công suất 21 MW, có thể sản xuất điện phục vụ nhu cầu nội bộ và cũng như kinh doanh, mặc dù doanh thu từ điện không đáng kể.

## **KHÍ TỰ NHIÊN CHIẾM 70% CHI PHÍ SẢN XUẤT URÊ**

*Khí tự nhiên chiếm tới 70% chi phí sản xuất urê trong khi chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng không đáng kể khoảng 6%.*

Chi phí sản xuất urê bao gồm khí đầu vào - khí tự nhiên, chi phí nhân công, khấu hao, và các nguyên liệu khác như chất xúc tác; trong đó khí đầu vào chiếm tới 70% chi phí sản xuất.

Chi phí khấu hao chỉ chiếm một phần nhỏ khoảng 6% trong tổng chi phí sản xuất. Nhà máy của DPM được xây dựng vào năm 2004 và hầu hết các tài sản cố định của nhà máy đã được khấu hao hoàn toàn. Chi phí khấu hao hiện tại đến từ các tài sản cố định mới được công ty bổ sung qua các năm nhằm mục đích phục vụ hoạt động kinh doanh. Tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2014, khoảng 85% tài sản cố định đã được khấu hao hết.



Nguồn: DPM, VPBS

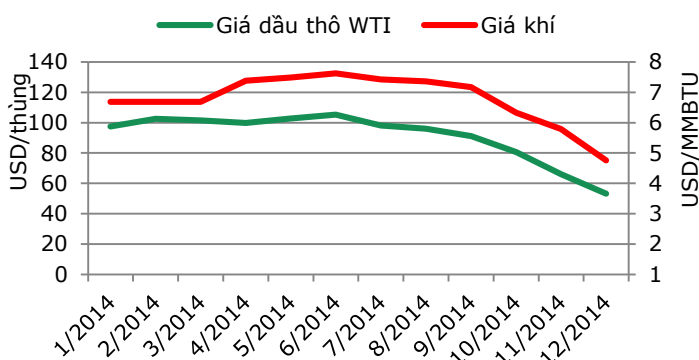
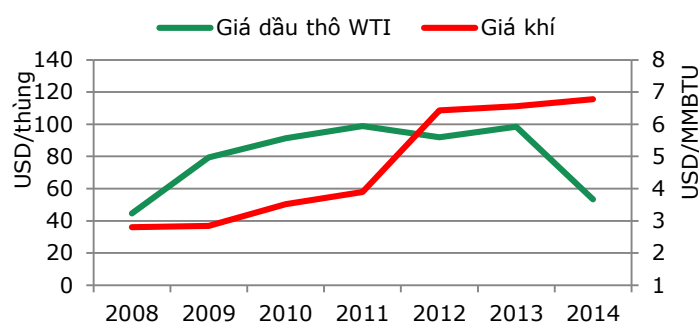
Khí đầu vào từ mỏ dầu Bạch Hổ (bể Cửu Long) và bể Nam Côn Sơn, được cung cấp bởi Tổng Công ty Khí Việt Nam – CTCP (PVGas). Nhu cầu cho khí đầu vào là khoảng 500 triệu mét khối, để phục vụ sản xuất 800.000 tấn urê mỗi năm.

*Trước đây DPM mua khí từ PVN với giá ưu đãi, tuy nhiên sự ưu đãi này hiện không còn nữa.*

DPM là một công ty con của PVN, và đã mua khí từ PVN với giá ưu đãi. DPM cũng nhận được sự ưu đãi đặc biệt từ chính phủ Việt Nam, do công ty phải thực hiện trách nhiệm xã hội của mình trong việc ổn định nguồn cung và giá phân bón tại Việt Nam.

Sự trợ giá cho khí đầu vào bị cắt dần, nên giá khí tăng qua các năm bất chấp giá thị trường. Từ ngày 1 tháng 4 năm 2014, DPM phải áp dụng giá khí dựa trên giá thị trường và một công thức nhất định.

### So sánh giá khí và giá dầu thô



### Giá khí đầu vào

**Từ ngày 1/4/2014 đến 31/12/2014**

$$P = P_n + T_p = 46\% * MFO + 0,63 \text{ (USD/MMBTU)}$$

- P: Giá khí hợp đồng, không bao gồm VAT, được tính bằng USD/MMBTU;
- MFO: Giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore theo tạp chí Platt's;
- T<sub>p</sub>: Cước phí vận chuyển và phân phối, bằng 0,630 USD/MMBTU.

**Từ ngày 1/1/2015 đến 31/12/2015:**

$$P = P_n + T_{cl} = 46\% * MFO + 0,92 \text{ (USD/MMBTU)}$$

- P: Giá khí hợp đồng, không bao gồm VAT, được tính bằng USD/MMBTU;
- MFO: Giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore theo tạp chí Platt's;
- T<sub>cl</sub>: Cước phí vận chuyển và phân phối khí bể Cửu Long, bằng 0,920 USD/MMBTU. Phí này sẽ tăng mỗi năm 0,02 USD/MMBTU từ năm 2016 đến năm 2019.

*Nguồn: DPM, Bloomberg, VPBS*

## GIÁ BÁN CAO NHẤT NHƯNG CHI PHÍ SẢN XUẤT THẤP NHẤT

*Chi phí sản xuất thấp nhất nhờ chi phí khấu hao thấp.*

Trong số các nhà sản xuất urê tại Việt Nam, DPM có chi phí sản xuất thấp nhất nhờ chi phí khấu hao thấp. Như đã đề cập ở trên, nhà máy của DPM được xây dựng vào năm 2004 và hiện tại gần như được khấu hao hết. Trong khi đó, DCM xây dựng nhà máy vào năm 2012 với chi phí đầu tư cao hơn (gần như gấp đôi) cho công nghệ và công suất tương tự. Các nhà máy urê trong nước khác cũng khá mới và phải chịu chi phí khấu hao cao: nhà máy đạm Ninh Bình được xây dựng năm 2012; nhà máy mở rộng đạm Hà Bắc hoàn thành cuối năm 2014.

DPM và DCM là hai nhà máy sản xuất urê từ khí thiên nhiên, trong khi Hà Bắc và Ninh Bình lại sử dụng than làm nguyên liệu đầu vào. Nhìn chung, nhà máy sử dụng khí thiên nhiên yêu cầu vốn đầu tư thấp hơn, nhưng chi phí nguyên liệu đầu vào cao hơn.

## Chi phí sản xuất của các nhà máy urê tại Việt Nam

Công ty	Chi phí đầu tư (triệu USD)	Công suất (tấn/năm)	Chi phí khấu hao/tấn (USD/tấn)	Nguyên liệu	Nhu cầu nguyên liệu	Chi phí nguyên liệu/tấn (USD/tấn)	Chi phí khấu hao và nguyên liệu/tấn (USD/tấn)	% so sánh với DPM
DPM	397	800.000	50	Khí	500 triệu m3	127	127(*)	100,0%
DCM	779	800.000	97	Khí	500 triệu m3	127	225	177,0%
Ninh Bình	667	560.000	119	Than	470.400 tấn	84	203	160,1%
Hà Bắc	568	320.000	178	Than	268.800 tấn	84	262	206,0%

### Giá định:

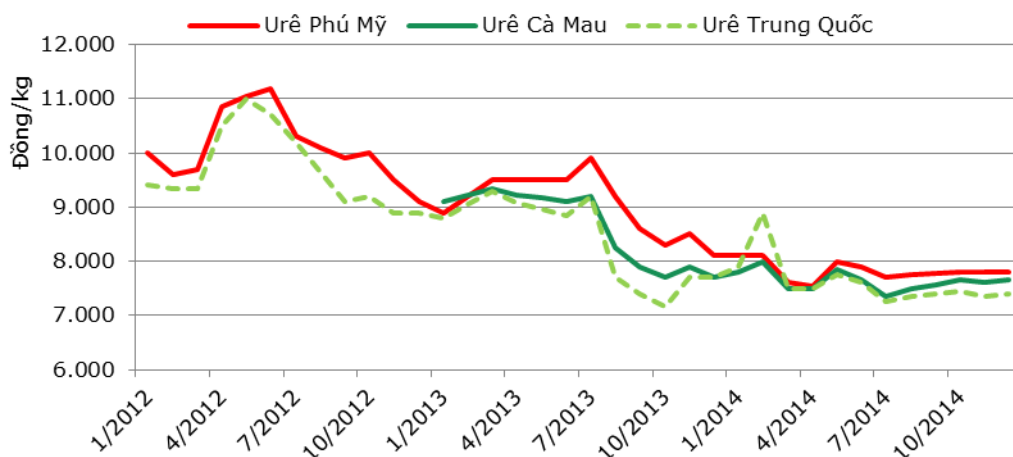
- Thời gian khấu hao là 10 năm
- 1 tấn urê cần 0,84 tấn than
- (1 tấn amoniac cần 1,3 - 1,7 tấn than – Nguồn: China Coal Research Institute tháng 9/2011; 1 tấn amoniac cần 1,45 tấn than – Nguồn: “New KPR process for coal to ammonia” – báo cáo bởi công ty KPR tháng 11/2008; 1 tấn urê = 0,58 tấn amoniac)
- Giá khí: 5,63 USD/MMBTU (giá khí của DPM ước tính trong quý 4 năm 2014)
- Giá than: 2.150 đồng/kg; giá than cám 3c tại nangluongvietnam.vn
- (\*) không gồm chi phí khấu hao do nhà máy DPM đã khấu hao hết. Chi phí sản xuất bao gồm chi phí khấu hao là 177 USD/tấn

Nguồn: Báo cáo của công ty, VPBS

### Nhưng giá bán cao nhất

Nhờ chiến lược tiếp thị tốt và mạng lưới phân phối mạnh, DPM bán sản phẩm urê của mình ở mức giá cao hơn các sản phẩm urê khác.

## So sánh giá urê trong nước (đã bao gồm VAT)



Nguồn: CTCP Phân bón Bình Điền, Sở Công Thương An Giang, VPBS

## SỨC ÉP LỚN TỪ PHÂN URÊ TRUNG QUỐC

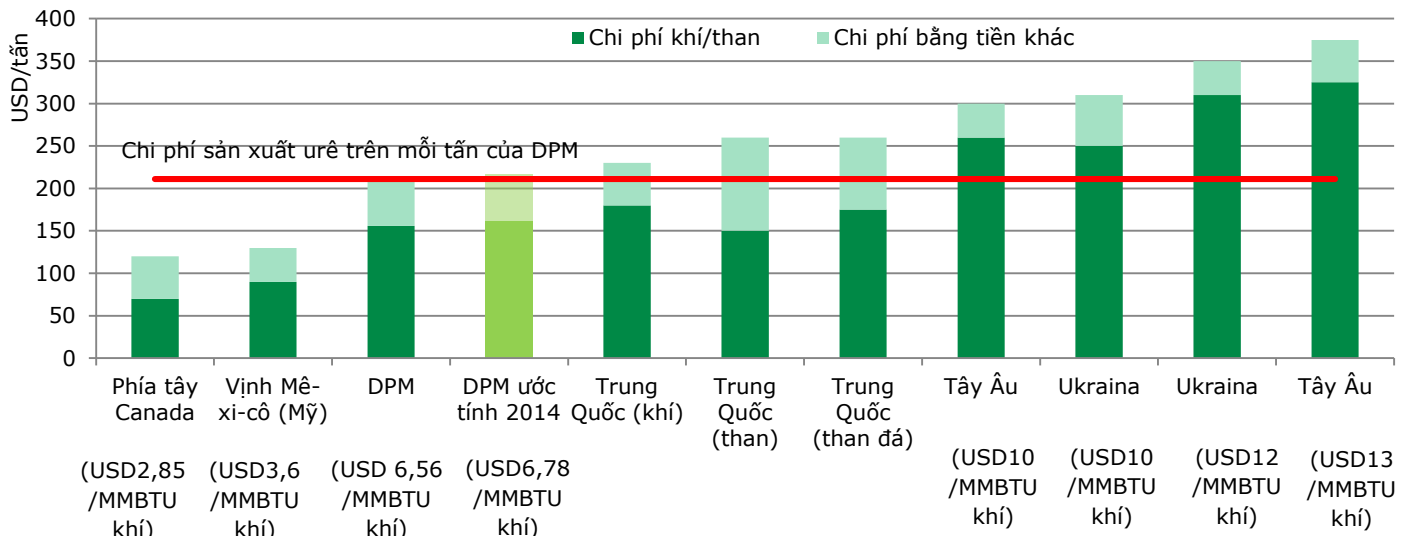
Urê Trung Quốc đang gây thêm áp lực giảm giá lên các sản phẩm trong nước.

Dù có nhiều lợi thế cạnh tranh ở thị trường nội địa, DPM cũng khó vượt qua ưu thế về giá bán của các sản phẩm nhập khẩu. Thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm urê đã tăng từ 3% lên mức 6% kể từ tháng 9 năm 2014, để hỗ trợ hoạt động sản xuất trong nước. Tuy nhiên sản phẩm nhập khẩu vẫn rẻ hơn so với các sản phẩm trong nước.

So với các nhà máy phân đạm khác trên thế giới, sản phẩm urê của DPM có tính cạnh tranh cao về mặt chi phí. Trong năm 2013, chi phí sản xuất bằng tiền mặt của DPM thậm chí còn thấp hơn chi phí của các nhà sản xuất urê sử dụng than đá của Trung Quốc (các nhà sản xuất urê sử dụng than đá làm nguyên liệu thiết lập giá sàn cho thị trường toàn cầu, như đã được đề cập trong phần Tổng quan ngành). Lợi thế này chủ yếu đến từ giá khí đầu vào nhưng đã được điều chỉnh lại kể từ năm 2014. Trong năm 2014, giá than ở Trung Quốc đã giảm hơn 20%, dẫn đến chi phí sản xuất bằng tiền mặt của urê dựa vào than đá giảm

đáng kể, trong khi chi phí sản xuất của DPM gần như không đổi. Bên cạnh đó, hầu hết các nhà sản xuất urê Trung Quốc có khả năng sinh lời thấp hơn DPM (vui lòng tham khảo thêm trong phần Định giá – Phương pháp so sánh), do đó ngay cả khi không có sự chênh lệch về chi phí sản xuất giữa Việt Nam và Trung Quốc, thì các công ty Trung Quốc vẫn sẵn sàng bán sản phẩm của họ ở mức giá thấp hơn DPM, dẫn đến áp lực hạ giá bán sản phẩm urê của DPM.

### Chi phí sản xuất urê bằng tiền mặt giữa các quốc gia (cuối năm 2013)



Nguồn: Fertecon, Agrium Inc, CRU Group, VPBS

**Thuế giá trị gia tăng (GTGT) giảm từ 5% xuống 0% đối với các sản phẩm phân bón kể từ năm 2015, sẽ gây áp lực cho các công ty sản xuất trong nước.** Từ năm 2015, thuế GTGT đối với sản phẩm phân bón sẽ giảm từ 5% xuống 0%; tuy nhiên mức thuế GTGT này hiện đang khấu trừ cho thuế GTGT của nguyên liệu đầu vào. Khi loại bỏ thuế suất GTGT, chi phí sản xuất của DPM sẽ tăng lên một khoản tương ứng. Mặt khác, quy định mới này không tác động đến sản phẩm urê nhập khẩu, do đó làm giảm tính cạnh tranh của các nhà sản xuất urê trong nước bao gồm cả DPM.

### DỰ ÁN TRONG TƯƠNG LAI: NHÂN TỐ CHO SỰ TĂNG TRƯỞNG

#### Dự án đầu tư

Dự án	Công suất mỗi năm	Chi phí đầu tư	Thời gian xây dựng	Tình trạng	Khả năng sinh lợi
Dự án mở rộng nhà máy amoniac	NH <sub>3</sub> : 90.000 tấn	191 triệu USD	28 tháng	Dự kiến ký hợp đồng EPC trong quý 1/2015, đưa vào hoạt động từ năm 2017	IRR: 15,2% ROE: 26,6%
Nhà máy NPK	NPK: 250.000 tấn	53 triệu USD		Dự kiến ký hợp đồng EPC trong quý 1/2015, đưa vào hoạt động từ năm 2018	IRR: 15,2% ROE: 26,6%
Nhà máy UFC85/formaldehyde	UFC85: 15.000 tấn hoặc Formaldehyde: 25.000 tấn	22 triệu USD	16 tháng	Đã ký hợp đồng EPC. Bắt đầu xây dựng từ tháng 10 năm 2014. Dự kiến hoàn thành tháng 2 năm 2016. Năm 2014: giải ngân 30%; năm 2015: giải ngân 70% Khách hàng: Đạm Ninh Bình (UFC85), Đạm Cà Mau (Formaldehyde)	NPV: 120 tỷ đồng IRR: 14,6% Thời gian hoàn vốn: 7 năm Biên lợi nhuận gộp: 30%
Nhà máy H <sub>2</sub> O <sub>2</sub>	30.000 tấn	20 triệu USD		Lựa chọn nhà thầu EPC	
Nhà máy Nitrat amon/Ammonia	450.000 tấn NH <sub>3</sub> & 200.000 tấn NH <sub>4</sub> NO <sub>3</sub>	900 triệu USD		Đang nghiên cứu	

Nguồn: DPM

DPM đang hoạt động với công suất tối đa và giá urê đang trong xu hướng giảm, dẫn đến tốc độ tăng trưởng doanh thu ở mức âm. Đối mặt với tình trạng này, DPM đặt ra những kế hoạch kinh doanh mới để tạo ra nguồn lực tăng trưởng mới trong tương lai. Đặc biệt, công ty sẽ mở rộng mảng kinh doanh hóa chất và sản xuất NPK.

**Kinh doanh hóa chất sẽ dần cải thiện khả năng sinh lời của toàn công ty:** DPM hiện có bốn dự án hóa chất, trong đó chỉ có dự án UFC85/formaldehyde đã bắt đầu xây dựng từ tháng 10 năm 2014 và dự kiến sẽ được hoàn thành vào tháng 2 năm 2016. Một dự án khác mà chúng tôi tin rằng sẽ sớm được thực hiện là dự án mở rộng nhà máy amoniac, nhà máy này sẽ sản xuất amoniac làm nguyên liệu cho nhà máy NPK. Hiện nay, ngoại trừ hoạt động kinh doanh urê, hầu hết doanh thu khác đến từ kinh doanh phân bón nhập khẩu với biên lợi nhuận gộp rất thấp (2%-5%). Trong khi kinh doanh hóa chất có biên lợi nhuận cao hơn (công ty kỳ vọng rằng biên lợi nhuận ròng trước thuế cho hoạt động này đạt 12,8% trong năm 2015). Do đó, chúng tôi dự báo mảng kinh doanh hóa chất sẽ cải thiện khả năng sinh lời của DPM, nhưng ở tốc độ chậm vì cho đến nay phân khúc này chỉ đóng góp một phần nhỏ trong tổng doanh thu.

**Dự án NPK tập trung vào các sản phẩm chất lượng cao:** Hiện nay sản xuất NPK trong nước đã vượt hơn nhu cầu, tuy nhiên hầu hết các sản phẩm NPK ở Việt Nam được sản xuất bởi các công ty nhỏ với phương pháp tự pha trộn đơn giản và sản phẩm không đạt chất lượng. Dự án NPK của DPM sẽ áp dụng công nghệ hóa học là công nghệ sản xuất NPK tiên tiến nhất trên thế giới, và hiện chưa có nhà máy NPK nào ở Việt Nam áp dụng công nghệ này. Tính đến thời điểm này, chúng tôi chưa thể đánh giá được các cổ đông có thể hưởng lợi bao nhiêu từ dự án này; nhưng chúng tôi tin rằng khi dự án hoàn thành, khả năng sinh lời của công ty sẽ được cải thiện nhờ việc thay thế được các sản phẩm phân bón nhập khẩu. DPM có thể tiết kiệm rất nhiều chi phí cho vấn đề phát triển kênh phân phối và đẩy mạnh hoạt động quảng cáo tiếp thị, vì công ty có thể khai thác kênh phân phối vốn có cùng với thương hiệu NPK Phú Mỹ đã được biết đến trên thị trường.

## HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

### TĂNG TRƯỞNG VÀ LỢI NHUẬN

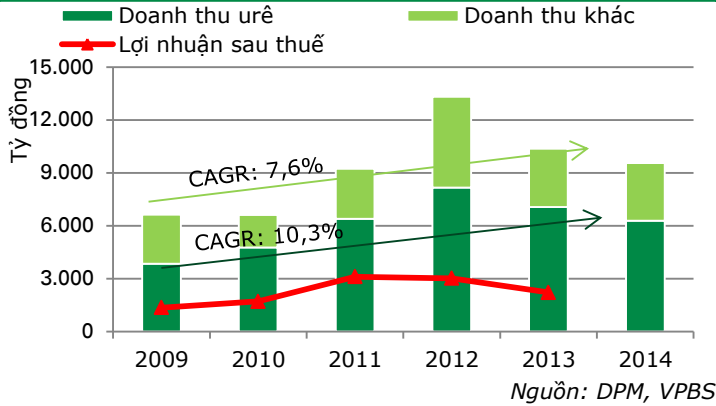
#### Doanh thu tăng trưởng khá nhưng lợi nhuận ròng có xu hướng giảm nhẹ

Trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014, doanh thu thuần đã tăng trưởng khiêm tốn với tốc độ CAGR là 7,6%, trong đó tốc độ tăng trưởng doanh thu của urê – hoạt động chính của DPM tốt hơn ở mức 10,3%. Công suất được mở rộng vào cuối năm 2010 đã góp phần đáng kể vào sự tăng trưởng doanh thu. Trong năm 2012, doanh thu đạt mức cao nhất, nhờ sản lượng urê và giá bán được ghi nhận ở mức cao nhất, cùng với việc kinh doanh các sản phẩm urê của DCM. Sau năm 2012, doanh thu đã giảm dần do giảm sản lượng kinh doanh urê DCM và giảm giá bán urê.

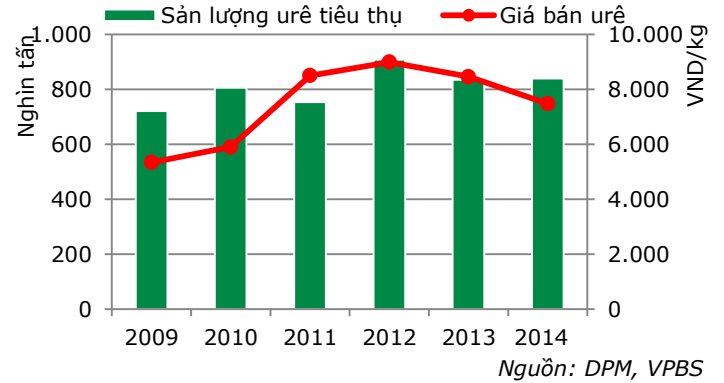
*Từ năm 2009 đến năm 2014, doanh thu đã tăng trưởng với tốc độ CAGR là 7,6% nhưng hiện đang phải đối mặt với xu hướng giảm.*

Chúng tôi nhận thấy lợi nhuận ròng của DPM có xu hướng tương tự, khi đạt được mức tăng trưởng ấn tượng vào giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2011 nhưng sau đó lại giảm mạnh từ năm 2012 đến năm 2014, chủ yếu do giá urê giảm dần trong khi giá khí đầu vào tăng mạnh.

### Doanh thu và lợi nhuận ròng



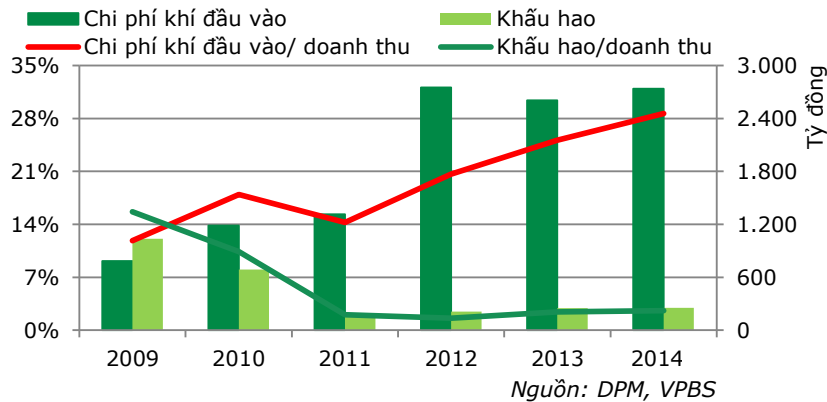
### Sản lượng tiêu thụ và giá bán urê



*Chi phí khấu hao giảm không thể bù đắp hoàn toàn tác động tiêu cực từ chi phí khí đầu vào tăng.*

Như đã đề cập, khí đầu vào chiếm khoảng 70% chi phí sản xuất urê và có mối tương quan chặt chẽ với lợi nhuận ròng của DPM. Khấu hao đã từng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí sản xuất nhưng đã giảm đáng kể từ năm 2010. Tuy nhiên, chi phí khấu hao giảm không thể bù đắp cho chi phí khí đầu vào tăng. Chi phí khí đốt đã tăng đáng kể, dẫn đến biên lợi nhuận gộp của DPM giảm qua các năm.

### Cơ cấu chi phí qua các năm



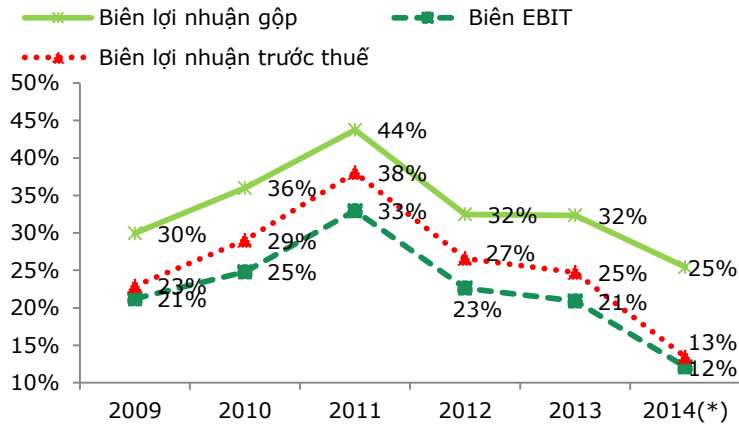
*Và chắc chắn làm biên lợi nhuận sụt giảm*

Giá bán urê trong xu hướng giảm kể từ năm 2012 trong khi giá khí đầu vào lại tăng cao, từ đó khiến biên lợi nhuận của DPM giảm đáng kể. Trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014, biên EBIT luôn thấp hơn biên lợi nhuận trước thuế, do thu nhập từ lãi tiền gửi hàng năm cao (khoảng 25% lợi nhuận trước thuế vào năm 2014).

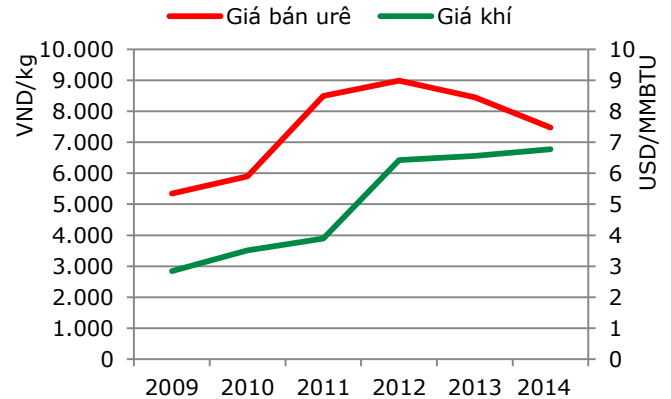
Trong năm 2014, biên lợi nhuận ròng giảm sâu hơn không chỉ do giá bán urê giảm và giá khí đốt leo thang mà còn từ sự thay đổi của các nhân tố hoạt động khác:

- Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu tăng từ 6,1% năm 2013 lên 7,4% năm 2014 (chưa kiểm toán). Tỷ lệ này tăng do những quy định về vận chuyển được thắt chặt có hiệu lực kể từ ngày 1 tháng 4 năm 2014, dẫn đến lượng lưu thông giảm và chi phí vận chuyển tăng.
- Thu nhập tài chính chủ yếu là lãi tiền gửi năm 2014 giảm và khoản lỗ lớn từ công ty liên kết - PVTEX khi công ty này vừa mới chính thức đi vào hoạt động (như đã được trình bày ở trên).

## Biên lợi nhuận



## Giá bán urê và giá khí đầu vào



(\*): chưa kiểm toán; Nguồn: DPM, VPBS

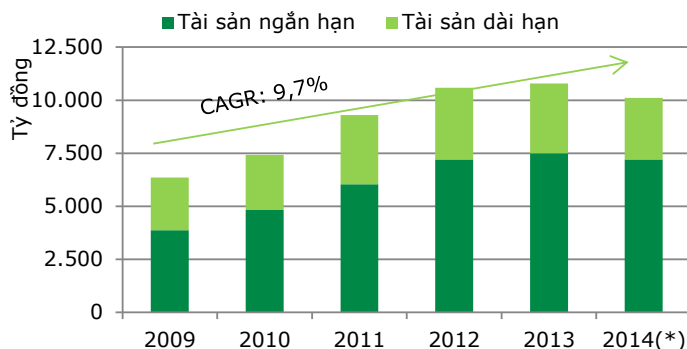
## Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu có tốc độ tăng trưởng tương đối thấp

Tổng tài sản và vốn chủ sở hữu đã tăng trưởng ở mức thấp nhưng gần như không đổi trong bốn năm trở lại đây.

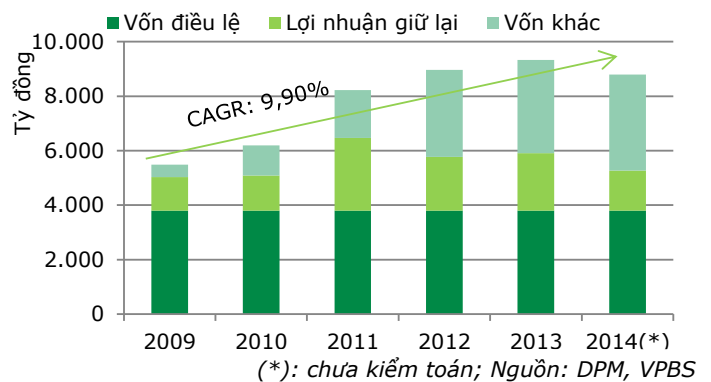
Từ năm 2009 đến năm 2014, cả tổng tài sản và vốn chủ sở hữu đạt mức tăng trưởng tương đối với tốc độ CAGR lần lượt là 9,7% và 9,9%, nhưng hầu như sự tăng trưởng được ghi nhận trong năm 2011 và năm 2012 và thậm chí giảm nhẹ trong năm 2014. Trong năm 2011, DPM đã hoàn thành dự án tòa nhà trụ sở chính với tổng giá trị đầu tư là 912 tỷ đồng. Ngoài ra, trong năm 2011 và năm 2012, DPM đã đạt được kết quả kinh doanh khả quan dẫn đến lượng tiền mặt dồi dào và cũng đóng góp vào sự tăng trưởng tài sản và vốn chủ sở hữu.

Trong cơ cấu tài sản, tài sản ngắn hạn chiếm khoảng 70%, tỷ lệ này tăng nhẹ qua các năm khi giá trị tài sản cố định giảm do khấu hao. Trong cơ cấu vốn chủ sở hữu, giá trị vốn cổ phần và lợi nhuận giữ lại có tính ổn định cao qua các năm, phần lớn sự tăng trưởng vốn chủ sở hữu nhờ vào nguồn vốn khác bắt nguồn từ các quỹ đầu tư phát triển và quỹ dự trữ tài chính.

## Tổng tài sản



## Vốn chủ sở hữu

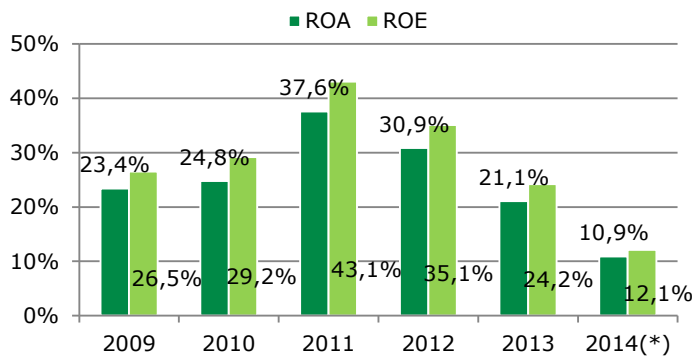


(\*): chưa kiểm toán; Nguồn: DPM, VPBS

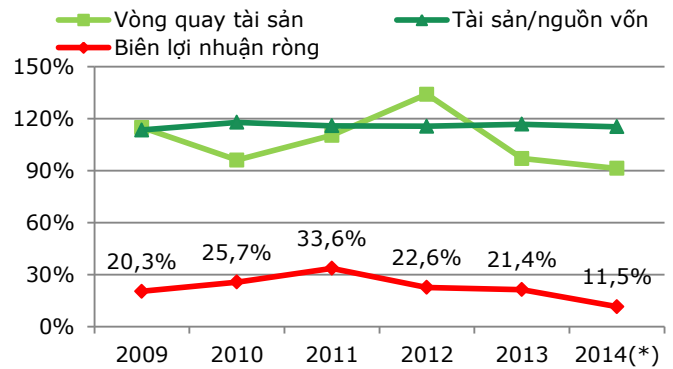
Hiệu quả kinh doanh năm 2014 thấp nhất trong vòng sáu năm.

Chỉ số lợi nhuận trên tổng tài sản bình quân (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân (ROE) của công ty đã đạt mức cao nhất vào năm 2011, sau đó giảm dần và lần lượt ở mức 10,9% và 12,1% năm 2014. Trong khi cơ cấu tài chính của DPM ổn định cao với tỷ lệ vay nợ thấp và tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu gần như không đổi ở mức 115% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2014, các yếu tố chính dẫn đến lợi nhuận giảm là do cả hệ số vòng quay tài sản và biên lợi nhuận ròng sụt giảm. Như đã đề cập ở trên, giá khí đầu vào leo thang và giá bán urê giảm sâu sau năm 2011 đã khiến doanh thu và lợi nhuận ròng của DPM giảm trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2014.

## ROA và ROE



## Phân tích Dupont



(\*): chưa kiểm toán; Nguồn: DPM, VPBS

## TÍNH THANH KHOẢN VÀ KHẢ NĂNG THANH TOÁN

### Đòn bẩy tài chính thấp

Hầu hết tài sản của DPM được huy động từ vốn chủ sở hữu, tổng nợ chỉ chiếm 10,9% tổng tài sản tại ngày 31 tháng 12 năm 2014, tỷ lệ này biến động qua các năm nhưng luôn duy trì ở mức thấp. Trong cơ cấu nợ, các khoản vay chỉ chiếm tỷ lệ rất nhỏ. Tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2014, nợ vay là 94,6 tỷ đồng, khoảng 0,9% tổng tài sản và hầu hết các khoản vay nợ là của các công ty con.

### Tỷ lệ thanh khoản cao

DPM có các chỉ số thanh khoản rất cao nhờ đòn bẩy tài chính thấp, lượng tiền mặt dồi dào và hoạt động kinh doanh ổn định.

### Tính thanh khoản và khả năng thanh toán

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(*)
Hệ số thanh khoản hiện hành	6,3x	5,2x	7,0x	5,2x	6,1x	6,9x
Hệ số thanh khoản nhanh	5,2x	4,4x	5,5x	4,2x	4,9x	5,3x
Tổng nợ/tổng tài sản	13,3%	16,0%	9,5%	13,4%	11,6%	10,9%
Nợ vay/vốn chủ sở hữu	4,4%	5,3%	0,1%	0,4%	0,7%	1,1%
EBIT/Chi phí vay	90,2x	196,5x	109,0x	1.945,5x	662,3x	394,2x
EBITDA/ Nợ vay	10,0x	7,0x	350,9x	89,1x	35,3x	15,0x

(\*) chưa kiểm toán. Nguồn: DPM, VPBS



# GIẢ ĐỊNH VÀ DỰ PHÒNG

## Sản lượng tiêu thụ

(nghìn tấn)	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Sản phẩm urê</b>									
Sản lượng tiêu thụ	753	909	835	840	822	845	822	845	822
Sản lượng sản xuất	802	856	822	845	822	845	822	845	822
<b>Amoniac</b>				15	0	15	0	15	0
<b>Phân bón khác</b>	291	538	362	380	339	339	339	339	339

## Sản phẩm urê

DPM phải thường xuyên bảo trì nhà máy, lần gần đây nhất là vào năm 2013 và công ty có kế hoạch tiếp tục công tác bảo trì trong năm 2015. Do đó chúng tôi giả định rằng DPM sẽ tiến hành bảo trì nhà máy hai năm một lần. Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng sản xuất đạt 845.000 tấn urê khi DPM hoạt động bình thường, và 822.000 tấn trong giai đoạn bảo trì.

Bên cạnh đó, do DPM có trách nhiệm bình ổn thị trường urê Việt Nam và phải đảm bảo nguồn cung urê cho thị trường trong nước. Vì vậy, chúng tôi dự báo rằng công ty sẽ không có doanh thu từ nguồn dư amoniac khi nhà máy DPM trong giai đoạn bảo trì.

## Kinh doanh các sản phẩm phân bón khác

Trong năm 2014, DPM kinh doanh khoảng 380.000 tấn các loại phân bón khác (trừ urê). Trong năm 2015, công ty có kế hoạch kinh doanh 339.000 tấn, và chúng tôi giả định rằng DPM sẽ duy trì mức này trong giai đoạn dự báo.

## Giá bán

Như đã phân tích ở phần Triển vọng ngành, chúng tôi dự báo giá urê của DPM sẽ giảm 12% trong năm 2015 và 6% năm 2016, và từ đó sẽ được giữ ổn định.

## Giá khí đầu vào

	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Giá trung bình dầu thô WTI (USD/thùng)	93,26	54,58	65,00	65,00	65,00	65,00
Giá trung bình dầu FO (USD/tấn) (Thị trường Xinh-ga-po, theo Platts)	557,58	326,32	388,62	388,62	388,62	388,62
Chi phí vận chuyển (USD/MMBTU)	0,63	0,92	0,94	0,96	0,98	1,00
Giá khí (USD/MMBTU) (không bao gồm VAT)	6,78	4,62	5,34	5,36	5,38	5,40
% thay đổi theo năm		-31,94%	15,72%	0,37%	0,37%	0,37%

Theo dự báo của Cục Quản lý Thông tin Năng lượng Mỹ tại ngày 13 tháng 1 năm 2015, giá dầu thô WTI sẽ ở mức bình quân 54,58 USD/thùng trong năm 2015, giảm 41,48% từ mức giá 93,26 USD/thùng năm 2014. Dựa trên dự báo này, chúng tôi giả định rằng giá dầu thô WTI bình quân sẽ ở mức 54,58 USD/thùng trong năm 2015. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng giá dầu hiện đang ở mức rất thấp và sẽ tăng trở lại, do đó chúng tôi giả định giá dầu là 65 USD/thùng trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2019.

## Biên lợi nhuận gộp của các mảng kinh doanh khác

Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của các sản phẩm khác tăng từ mức 3,2% trong năm 2013 lên khoảng 5,3% trong năm 2014, nhờ tăng tỷ trọng của mảng kinh doanh hóa chất có biên lợi nhuận cao hơn so với mảng kinh doanh phân bón. Chúng tôi dự báo rằng xu hướng này sẽ tiếp diễn khi doanh thu từ kinh doanh hóa chất tăng trong năm 2015. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của các mảng kinh doanh khác sẽ tăng lên mức 5,5% vào năm 2015 và giữ ổn định trong bốn năm sau đó.

## Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (chi phí S&GA)

	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Chi phí bán hàng trên doanh thu	5,3%	4,8%	6,1%	7,3%	6,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Chi phí quản lý trên doanh thu	5,4%	5,1%	5,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Như được giải thích ở trên, do những quy định chặt chẽ về vận chuyển có hiệu lực từ ngày 1 tháng 4 năm 2014, lượng lưu thông đình trệ và chi phí vận chuyển tăng. Do đó tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu tăng đáng kể trong năm 2014. Từ năm 2015, mặc dù các quy định này sẽ tiếp tục gây áp lực cho DPM, nhưng nhờ giá dầu hiện đang ở mức thấp, chúng tôi kỳ vọng rằng tỷ lệ chi phí này của DPM sẽ giảm đáng kể trong năm 2015. Tuy nhiên, từ năm 2016 chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ tăng trở lại và dẫn đến tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu tăng nhẹ.

Mặt khác, tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu được dự báo sẽ duy trì ở mức 6% như năm 2014.

## Nhu cầu vốn huy động và vay nợ

Chúng tôi kỳ vọng vòng quay vốn lưu động của DPM vào khoảng 68 ngày và DPM sẽ duy trì tỷ lệ đòn bẩy thấp trong giai đoạn dự báo.

	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	85	49	72	79	79	79	79	79	79
Vòng quay khoản phải thu (ngày)	12	4	6	10	10	10	10	10	10
Vòng quay khoản phải trả (ngày)	24	25	39	22	22	22	22	22	22
Vòng quay vốn lưu động (ngày)	72	27	39	68	68	68	68	68	68
Nhu cầu vốn lưu động (tỷ đồng)	1.029	672	768	1.327	1.144	1.252	1.196	1.247	1.210
Vốn vay ngắn hạn (tỷ đồng)	9	28	65	94	80	88	84	87	85
% vốn vay ngắn hạn/ nhu cầu vốn lưu động	0,9%	4,1%	8,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

## Doanh thu và chi phí tài chính

Doanh thu tài chính chủ yếu bao gồm thu nhập lãi từ tiền gửi. Do DPM có một lượng tiền mặt và các khoản tương đương tiền dồi dào, nên sự biến động của lãi suất tiền gửi sẽ có tác động đáng kể đến doanh thu tài chính của công ty. Hiện tại, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng tại PVcombank, ngân hàng mà DPM thường giao dịch nhất là 5,1%, do đó chúng tôi giả định mức lãi suất này là lãi suất tiền gửi trung bình cho giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2019.

## Lãi/lỗ từ các công ty liên kết

Tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2014, giá trị khoản đầu tư của DPM vào PVTEX là 198 tỷ đồng, và ghi nhận một khoản lỗ lớn vào năm 2014. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng khoản lỗ này sẽ giảm đi như đã giải thích ở phần trên.

Đầu tư tại PVTEX	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Giá trị đầu tư tại PVTEX	452	198	99	69	62	62	62
Lãi/lỗ (*)	11	-281	-99	-30	-7	0	0
ROI	2,5%	-62,1%	-50,0%	-30,0%	-10,0%	0,0%	0,0%

(\*) VPBS ước tính

## Dự án trong kế hoạch

Hiện nay, DPM có tất cả năm dự án nằm trong kế hoạch, chúng tôi tin rằng chỉ có dự án nhà máy UFC85/formaldehyde có tính khả thi cao và sẽ được DPM thực hiện trong tương lai gần. Do thiếu thông tin về thị trường sản phẩm, giá cả, nguyên liệu đầu vào, nên chúng tôi không thể đưa ra ước tính chính xác lợi ích cho cổ đông từ dự án này. DPM ước tính NPV của dự án này là 102 tỷ đồng. Nếu thành công, dự án sẽ nâng giá trị cổ phiếu lên thêm 268 đồng/cổ phiếu (bằng 0,9% giá mục tiêu của chúng tôi 30.600 đồng/cổ phiếu), chúng tôi cho rằng con số này không đáng kể. Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm trung lập đối với dự án trên và không tính dự án vào trong phần định giá.

Các dự án nhà máy NPK và dự án mở rộng nhà máy amoniac đã bị trì hoãn từ năm 2013 và đến nay DPM vẫn chưa ký hợp đồng EPC. Ngoài ra, vốn đầu tư cho các dự án này là rất lớn (khoảng 244 triệu USD), chúng tôi hy vọng có được những thông tin chi tiết hơn khi DPM cập nhật tiến độ của các dự án này trước khi đưa vào mô hình định giá.

## Thuế suất

DPM áp dụng hai mức thuế thu nhập riêng biệt, công ty áp dụng mức thuế thu nhập là 15% đối với hoạt động kinh doanh chính – sản xuất urê và 22% đối với các mảng kinh doanh khác. Đối với hoạt động sản xuất urê, DPM được miễn thuế trong bốn năm đầu kể từ khi công ty có lợi nhuận (năm 2004), ưu đãi giảm 50% mức thuế cho bảy năm tiếp theo. DPM được hưởng chính sách thuế ưu đãi này đến hết năm 2014. Kể từ năm 2015, hoạt động sản xuất urê sẽ chịu mức thuế là 15%.

## ĐỊNH GIÁ

Dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp định giá so sánh, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho DPM là 30.600 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp định giá	(đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
DCF	25.894	50%
P/E	32.111	25%
EV/EBITDA	38.646	25%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>30.600</b>

Chúng tôi tin rằng DPM hiện đang hoạt động tốt với dòng tiền ổn định, do đó chúng tôi đặt tỷ trọng cao nhất là 50% cho phương pháp DCF và chia đều tỷ trọng còn lại cho phương pháp P/E và EV/EBITDA.

## PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Mô hình DCF của chúng tôi đưa ra mức giá là 25.894 đồng/cổ phiếu dựa trên những giả định sau:

Chi phí vốn	
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	5,3%
Bêta	0,94
Phần bù rủi ro thị trường	8,86%
Chi phí vốn	13,6%
Chi phí nợ	
Lãi suất vay dài hạn	7,8%
Thuế suất	17,0%
Chi phí lãi vay sau thuế	6,5%
WACC	
Giá cổ phiếu hiện tại (đồng/cổ phiếu)	31.700
Khối lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	379,93
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.043,92
Nợ vay (tỷ đồng)	94,65
WACC	13,58%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	0,0%

## PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ THEO GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG

Số lượng công ty trong nước có hoạt động kinh doanh tương tự DPM không nhiều. CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) là một đại diện cho nhóm tương đương cùng ngành, nhưng cổ phiếu công ty này lại chưa được niêm yết. Vì vậy chúng tôi xem xét các công ty khác trong khu vực để so sánh. Chúng tôi ưu tiên lựa chọn các công ty sản xuất urê Trung Quốc do thị trường urê Việt Nam chịu ảnh hưởng lớn từ thị trường nước này. Chúng tôi so sánh chỉ số ROA và ROE tương đối vì chúng tôi tin rằng những chỉ số này khác nhau giữa các thị trường không chỉ do sự khác biệt trong hoạt động kinh doanh của công ty mà còn cả các yếu tố vĩ mô khác như lãi suất và tỷ lệ lạm phát – những yếu tố ảnh hưởng đến hệ số lợi nhuận của toàn thị trường.

Khi so sánh với nhóm tương đương cùng ngành trong nước và khu vực, DPM có lợi nhuận tốt hơn trong năm 2013, tuy nhiên từ năm 2014 kết quả kinh doanh của DPM đã thấp hơn nhóm cùng ngành. Chúng tôi cho rằng thị trường urê Việt Nam chịu nhiều ảnh hưởng từ urê Trung Quốc nhập khẩu, các nhà sản xuất urê Trung Quốc chấp nhận lợi nhuận thấp sẽ tạo thêm sự cạnh tranh về giá bán và tác động đến lợi nhuận của DPM trong tương lai.

## So sánh với công ty cùng ngành

Tên công ty	Mã BB	Sản phẩm chính	Vốn hóa triệu USD	Tăng trưởng EPS	ROA		ROE		P/E		EV/EBITDA		P/B lần
				12T	12T	Tương đối lần	12T	Tương đối lần	12T	Tương đối lần	12T	Tương đối lần	
<b>Khu vực</b>				%	%		%		%		%		
Yunnan Yuntianhua	600096 CH	Amoniac, urê, nitramine, pentaerythritol, sodium formate, and polyformaldehyde	2.291	68,80	N/M	N/A	N/M	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2,19
China Blue Chemical	3983 HK	Amoniac, urê	1.855	-37,50	6,39	3,44	8,29	0,58	10,10	0,96	3,33	0,34	0,83
Luxi chemical Group	000830 CH	Amoniac, urê, axit amonium carbonate	1.312	2,23	1,87	0,64	5,86	0,63	24,62	0,59	N/A	N/A	1,39
Sichuan Meifeng Chemical Industry	000731 CH	Amoniac, urê, axit amonium carbonate	924	N/A	N/M	N/A	N/M	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2,16
Chambal Fertilizers and Chemicals	CHMB IN	Amoniac, urê, thuốc trừ sâu, sản phẩm nông nghiệp	445	2,44	2,92	0,92	12,49	0,77	11,26	0,55	10,65	0,88	1,34
Rashtriya Chemical and Fertilizers	RCF IN	Amoniac, urê, axit amonium carbonate	612	-11,72	4,19	1,33	9,97	0,62	15,70	0,76	8,62	0,71	1,52
Fauji Fertilizers Bin Qasim	FFBL PA	Urê hạt đục, DAP	502	-28,45	9,63	2,38	29,91	1,48	12,72	1,17	6,93	0,94	3,91
Trung bình				-0,70	5,00	1,74	13,30	0,82	14,88	0,81	7,38	0,72	1,91
Trung vị				-4,75	4,19	1,33	9,97	0,63	12,72	0,76	7,77	0,80	1,52
<b>Trong nước</b>													
CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau	N/A	Phân bón, chủ yếu là urê hạt đục	N/A	N/A	3,50	1,0 x	15,60	1,1 x	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao	LAS VN	Phân bón đặc biệt là phân lân	117	N/A	16,15	5,83	30,25	2,06	5,71	0,43	4,19	0,44	1,68
Trung bình					8,09	3,41	15,21	1,55	5,71	0,43	4,19	0,44	1,68
Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	DPM VN	Phân bón, chủ yếu là urê hạt trong	554	-50,50	10,86	3,9 x	12,11	0,8 x	11,0 x	0,82	4,21	0,44	0,71

ROA, ROE, P/E và EV/EBITDA của DPM dựa trên số liệu chưa kiểm toán năm 2014  
Dữ liệu ngày 27 tháng 2 năm 2015. Nguồn: Bloomberg, VPBS

Chỉ số ROA và ROE của DPM không cao hơn nhiều so với các công ty tương đương cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi đưa ra chỉ số P/E và EV/EBITDA mục tiêu cho DPM lần lượt ở mức 10,9 lần và 6,8 lần dựa trên nhóm các công ty tương đương cùng ngành trong khu vực.

Phương pháp định giá	Hệ số tương đối	VN-Index	Mục tiêu	Giá cp DPM (đồng/cp)
P/E	0,81	13,4	10,9	31,111
EV/EBITDA	0,72	9,5	6,8	38,646

## PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

### Độ nhạy của giá cổ phiếu do sự thay đổi của WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		WACC								
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	5%	37.600	35.600	34.200	33.100	32.600	31.500	31.000	30.500	30.100
	4%	35.900	34.400	33.300	32.400	32.000	31.200	30.700	30.300	29.900
	3%	34.700	33.600	32.700	31.900	31.600	30.800	30.400	30.000	29.700
	2%	33.800	32.900	32.100	31.500	31.200	30.600	30.200	29.800	29.600
	1%	33.100	32.400	31.700	31.200	30.900	30.300	30.000	29.700	29.400
	0%	32.600	31.900	31.400	30.900	30.600	30.100	29.800	29.500	29.300
	-1%	32.100	31.500	31.000	30.600	30.400	29.900	29.700	29.400	29.200
	-2%	31.700	31.200	30.800	30.400	30.200	29.800	29.500	29.300	29.100
	-3%	31.400	31.000	30.600	30.200	30.000	29.600	29.400	29.200	29.000
	-4%	31.100	30.700	30.400	30.100	29.900	29.500	29.300	29.100	28.900
-5%	30.900	30.500	30.200	29.900	29.800	29.400	29.200	29.000	28.800	

### Độ nhạy của giá cổ phiếu do sự thay đổi của giá bán sản phẩm và giá khí đầu vào năm 2015

		Giá bán năm 2015 (% thay đổi và USD/tấn)									
		-30%	-25%	-20%	-15%	-12%	-10%	-5%	0%	5%	
		244	261	279	296	307	314	331	349	366	
Giá khí năm 2015 (% thay đổi và USD/MMBTU)	20%	5,54	9.000	13.800	18.500	23.300	26.100	28.100	32.800	37.600	42.300
	15%	5,31	10.100	14.900	19.700	24.400	27.300	29.200	33.900	38.700	43.400
	10%	5,08	11.300	16.000	20.800	25.500	28.400	30.300	35.100	39.800	44.600
	5%	4,85	12.400	17.100	21.900	26.700	29.500	31.400	36.200	40.900	45.700
	0%	4,62	13.500	18.300	23.000	27.800	30.600	32.500	37.300	42.100	46.800
	-5%	4,39	14.600	19.400	24.100	28.900	31.800	33.700	38.400	43.200	47.900
	-10%	4,16	15.800	20.500	25.300	30.000	32.900	34.800	39.500	44.300	49.100
	-15%	3,92	16.900	21.600	26.400	31.100	34.000	35.900	40.700	45.400	50.200
	-20%	3,69	18.000	22.800	27.500	32.300	35.100	37.000	41.800	46.500	51.300

### Độ nhạy của giá cổ phiếu do sự thay đổi của giá dầu trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2019

		Giá dầu (USD/barrel)											
		40	45	50	55	60	65	75	80	85	90	95	100
		36.100	35.000	33.900	32.800	31.700	30.600	28.500	27.400	26.300	25.200	24.100	23.000

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy cổ phiếu DPM dao động khá mạnh trong khoảng 29.000 – 34.000 đồng sau khi thoái lui khỏi mức đỉnh đạt được trong tháng 9/2014. Trên đồ thị tuần, hai ngưỡng này cũng đồng thời là cận trên và cận dưới của kênh đi ngang trong gần một năm qua của DPM.

Hiện DPM đang tích lũy dưới ngưỡng kháng cự 32.000 đồng sau những phiên tăng điểm mạnh. Điều này cho thấy đây là ngưỡng kháng cự mạnh đối với cổ phiếu này. Với khối lượng chỉ ở mức trung bình và thấp trong thời gian gần đây thì DPM khó có khả năng phá ra khỏi kênh đi ngang hiện tại. Chúng tôi cho rằng DPM có thể kiểm tra lại cận dưới của kênh quanh vùng 29.000 đồng trong thời gian tới.

Vì vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu DPM tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Tại ngày 27/2/2015	(đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	33.200
Giá thấp nhất trong 3 tháng	28.800
MA50 ngày hiện tại	30.500
MA100 ngày hiện tại	31.400
Ngưỡng kháng cự trung hạn	34.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	29.000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NẮM GIỮ</b>



---

## KẾT LUẬN

Chúng tôi cho rằng ngành phân bón nói chung và thị trường urê ở Việt Nam nói riêng đi vào giai đoạn bão hòa. Nhu cầu cho phân bón đang phải đối mặt với sự tăng trưởng chậm do chậm mở rộng diện tích trồng trọt và nhu cầu sử dụng phân bón hiện đang ở mức cao. Bên cạnh đó, ở thị trường Việt Nam, cung đã vượt cầu, tạo áp lực lên giá urê và làm giảm lợi nhuận của các nhà sản xuất sản phẩm này, bao gồm DPM.

Bên cạnh xu hướng giảm giá urê, giá khí đầu vào tăng trong những năm gần đây cũng là nguyên nhân chính dẫn đến lợi nhuận của DPM sụt giảm từ mức cao nhất vào năm 2011. Từ tháng 4 năm 2014, DPM đã bắt đầu áp dụng giá khí đầu vào thả nổi, như vậy lợi nhuận của công ty trong tương lai sẽ thiếu ổn định hơn trước những biến động của giá dầu.

Mặc dù trong dài hạn, môi trường kinh doanh của DPM trở nên khó khăn hơn, nhưng chúng tôi tin rằng DPM sẽ đạt được kết quả kinh doanh khả quan trong ngắn và trung hạn. Chúng tôi dự báo rằng giá dầu hiện đang ở mức thấp sẽ kéo chi phí sản xuất của công ty giảm mạnh, không những bù đắp sự ảnh hưởng của giá urê giảm mà còn góp phần tăng lợi nhuận của công ty.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF (với tỷ trọng cao nhất là 50%) và phương pháp so sánh theo P/E và EV/EBITDA của thị trường để xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu DPM. Chúng tôi nhận thấy rằng phương pháp dựa theo thị trường đưa ra mức giá mục tiêu cao hơn phương pháp DCF, do các công ty sản xuất urê trong nước hiện đang được định giá thấp hơn so với các công ty khác cùng ngành trong khu vực; và chúng tôi tin rằng sự chênh lệch này sẽ sớm được điều chỉnh và giúp giá cổ phiếu DPM tăng trưởng.

Dựa trên các yếu tố trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** dài hạn đối với cổ phiếu DPM với giá mục tiêu là 30.600 đồng/cổ phiếu.



## Phụ lục 1: VPBS dự phóng

(\*) chưa kiểm toán

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014*	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Doanh thu</b>									
Urê Phú Mỹ	6.401	8.164	7.067	6.282	5.410	5.228	5.085	5.228	5.085
Tốc độ tăng trưởng		28%	-13%	-11%	-14%	-3%	-3%	3%	-3%
Phân bón tự doanh	2.782	4.591	3.116	2.660	2.373	2.373	2.373	2.373	2.373
Tốc độ tăng trưởng		65%	-32%	-15%	-11%	0%	0%	0%	0%
Khác	44	566	181	606	599	747	599	747	599
Tốc độ tăng trưởng		1186%	-68%	235%	-1%	25%	-20%	25%	-20%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9.227</b>	<b>13.322</b>	<b>10.363</b>	<b>9.549</b>	<b>8.382</b>	<b>8.348</b>	<b>8.058</b>	<b>8.348</b>	<b>8.058</b>
Tốc độ tăng doanh thu	39%	44%	-22%	-8%	-12%	0%	-3%	4%	-3%
Urê Phú Mỹ	2.675	3.790	3.821	4.027	3.331	3.771	3.610	3.744	3.683
% doanh thu urê Phú Mỹ	42%	46%	54%	64%	62%	72%	71%	72%	72%
Phân bón tự doanh	2.516	5.207	3.190	3.094	2.809	2.949	2.809	2.949	2.809
% doanh thu khác	89%	101%	97%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Khấu hao trong giá vốn hàng bán	190	213	250	269	273	276	178	181	184
<b>GVHB (không gồm khấu hao)</b>	<b>5.001</b>	<b>8.785</b>	<b>6.762</b>	<b>6.852</b>	<b>5.867</b>	<b>6.444</b>	<b>6.241</b>	<b>6.511</b>	<b>6.308</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4.225</b>	<b>4.537</b>	<b>3.602</b>	<b>2.696</b>	<b>2.515</b>	<b>1.904</b>	<b>1.816</b>	<b>1.836</b>	<b>1.750</b>
Biên lợi nhuận gộp	46%	34%	35%	28%	30%	23%	23%	22%	22%
Chi phí bán hàng	493	637	635	702	503	543	524	543	524
% doanh thu	5,3%	4,8%	6,1%	7,3%	6,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	503	674	552	571	501	499	481	499	481
% doanh thu	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Thu nhập từ công ty liên doanh	11	(48)	(36)	(280)	(99)	(30)	(7)	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>3.241</b>	<b>3.179</b>	<b>2.379</b>	<b>1.144</b>	<b>1.413</b>	<b>833</b>	<b>804</b>	<b>795</b>	<b>745</b>
Biên lợi nhuận EBITDA	35%	24%	23%	12%	17%	10%	10%	10%	9%
Khấu hao	190	213	250	269	273	276	178	181	184
<b>EBIT</b>	<b>3.050</b>	<b>2.966</b>	<b>2.130</b>	<b>875</b>	<b>1.140</b>	<b>557</b>	<b>627</b>	<b>614</b>	<b>561</b>
Doanh thu tài chính	527	568	429	407	263	267	256	258	256
Chi phí tài chính	74	7	8	5	8	8	8	8	8
Chi phí lãi vay	28	2	3	3	4	4	4	4	4
<b>Lợi nhuận tài chính ròng</b>	<b>453</b>	<b>561</b>	<b>421</b>	<b>402</b>	<b>255</b>	<b>259</b>	<b>248</b>	<b>250</b>	<b>248</b>
Lợi nhuận khác	7	15	13	7	6	6	6	6	6
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>3.510</b>	<b>3.542</b>	<b>2.563</b>	<b>1.284</b>	<b>1.401</b>	<b>822</b>	<b>881</b>	<b>870</b>	<b>815</b>
Thuế TNDN	370	474	311	149	238	135	144	143	134
Thuế suất hiệu dụng	10,53%	13,39%	12,14%	11,57%	16,96%	16,40%	16,40%	16,40%	16,40%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3.141</b>	<b>3.068</b>	<b>2.252</b>	<b>1.136</b>	<b>1.163</b>	<b>688</b>	<b>736</b>	<b>727</b>	<b>681</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	36	51	37	38	39	23	25	24	23
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>3.104</b>	<b>3.017</b>	<b>2.215</b>	<b>1.097</b>	<b>1.124</b>	<b>664</b>	<b>711</b>	<b>703</b>	<b>659</b>
Biên lợi nhuận ròng	34%	23%	21%	11%	13%	8%	9%	8%	8%
Số lượng lưu hành (triệu cp)	378	378	380	380	380	380	380	380	380
EPS (đồng)	8.220	7.989	5.837	2.888	2.958	1.749	1.872	1.850	1.733
Cổ tức (đồng)	3.500	4.500	5.000	2.500	2.500	2.000	2.000	2.000	2.000

<b>Cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014*</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Tài sản Ngắn hạn</b>									
Tiền và tương đương tiền	4.070	5.629	4.032	5.078	5.243	5.020	5.061	5.026	5.012
Đầu tư ngắn hạn	202	62	1.735	76	578	578	578	578	578
Phải thu khách hàng	464	194	246	404	231	230	222	230	222
Hàng tồn kho	1.160	1.171	1.341	1.492	1.277	1.403	1.359	1.418	1.373
Tài sản khác	144	147	139	149	136	147	142	148	144
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.041</b>	<b>7.204</b>	<b>7.493</b>	<b>7.200</b>	<b>7.466</b>	<b>7.378</b>	<b>7.362</b>	<b>7.400</b>	<b>7.329</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>									
Nguyên giá	6.791	6.936	7.213	7.326	7.447	7.508	7.570	7.631	7.692
Hao mòn lũy kế	5.574	5.766	5.956	6.193	6.438	6.687	6.844	7.004	7.167
Giá trị còn lại	1.218	1.170	1.257	1.133	1.009	821	726	627	525
Đầu tư dài hạn	502	575	552	231	133	103	96	96	96
Tài sản vô hình	715	771	927	916	904	891	886	880	875
Tài sản dài hạn khác	819	861	565	631	451	440	429	418	408
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>3.254</b>	<b>3.377</b>	<b>3.302</b>	<b>2.911</b>	<b>2.495</b>	<b>2.256</b>	<b>2.137</b>	<b>2.021</b>	<b>1.904</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9.295</b>	<b>10.581</b>	<b>10.795</b>	<b>10.110</b>	<b>9.961</b>	<b>9.634</b>	<b>9.499</b>	<b>9.422</b>	<b>9.233</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>									
Phải trả người bán	336	611	717	404	346	380	368	384	372
Chi phí phải trả	199	306	161	281	201	208	201	208	201
Nợ ngắn hạn	9	28	65	94	80	88	84	87	85
Nợ ngắn hạn khác	320	451	280	264	231,31	230,37	222,36	230,37	222,36
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>864</b>	<b>1.396</b>	<b>1.223</b>	<b>1.042</b>	<b>858</b>	<b>906</b>	<b>875</b>	<b>910</b>	<b>880</b>
<b>Nợ dài hạn</b>									
Vay dài hạn	-	8	3	1	1	1	1	1	1
Nợ dài hạn khác	19	11	23	61	54	53	52	53	52
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>62</b>	<b>55</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>53</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>883</b>	<b>1.415</b>	<b>1.249</b>	<b>1.104</b>	<b>913</b>	<b>961</b>	<b>928</b>	<b>964</b>	<b>932</b>
<i>Nợ vay trên vốn đầu tư</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,1%</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,0%</i>
<b>Nguồn vốn</b>									
Vốn chủ sở hữu	3.800	3.800	3.800	3.800	3.800	3.800	3.800	3.800	3.800
Lợi nhuận giữ lại	2.669	1.975	2.109	1.471	1.513	1.138	1.036	923	765
Vốn khác	1.758	3.185	3.426	3.518	3.518	3.518	3.518	3.518	3.518
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.227</b>	<b>8.960</b>	<b>9.335</b>	<b>8.789</b>	<b>8.832</b>	<b>8.456</b>	<b>8.355</b>	<b>8.241</b>	<b>8.083</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	185	206	210	217	217	217	217	217	217
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.295</b>	<b>10.581</b>	<b>10.795</b>	<b>10.110</b>	<b>9.961</b>	<b>9.634</b>	<b>9.499</b>	<b>9.422</b>	<b>9.233</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014*</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
LC tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	2.125	3.280	1.529	696	1.364	578	663	584	616
LC tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(712)	135	(1.557)	1.838	(104)	231	195	194	189
LC tiền thuần từ hoạt động tài chính	(1.090)	(1.855)	(1.569)	(1.488)	(1.095)	(1.032)	(817)	(813)	(819)
Số dư tiền đầu kỳ	3.748	4.070	5.629	4.032	5.078	5.243	5.020	5.061	5.026
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>323</b>	<b>1.559</b>	<b>(1.597)</b>	<b>1.046</b>	<b>165</b>	<b>(223)</b>	<b>41</b>	<b>(35)</b>	<b>(14)</b>
Số dư tiền cuối kỳ	4.072	5.630	4.032	5.078	5.243	5.020	5.061	5.026	5.012
Dòng tiền tự do FCFE	1.453	2.941	1.323	519	1.301	515	600	522	553

<b>Phân tích các chỉ số</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014*</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>									
P/E				11,0 x	10,7 x	18,1 x	16,9 x	17,1 x	18,3 x
Tốc độ tăng P/E				(0,2)	4,4	(0,4)	2,4	(14,5)	(2,9)
EV/EBIT				5,5 x	4,2 x	8,7 x	7,7 x	7,8 x	8,6 x
EV/EBITDA				4,2 x	3,4 x	5,8 x	6,0 x	6,1 x	6,5 x
P/B				1,4 x	1,4 x	1,4 x	1,4 x	1,5 x	1,5 x
Tỷ suất sinh lợi từ cổ tức	11,0%	14,2%	15,8%	7,9%	7,9%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
<b>Chỉ số sinh lời</b>									
Biên LN gộp (không gồm khấu hao)	45,8%	34,1%	34,8%	28,2%	30,0%	22,8%	22,5%	22,0%	21,7%
Biên EBITDA	35,1%	23,9%	23,0%	12,0%	16,9%	10,0%	10,0%	9,5%	9,2%
Biên LN hoạt động	33,1%	22,3%	20,6%	9,2%	13,6%	6,7%	7,8%	7,4%	7,0%
Biên LN ròng	33,6%	22,6%	21,4%	11,5%	13,4%	8,0%	8,8%	8,4%	8,2%
ROA	37,6%	30,9%	21,1%	10,9%	11,6%	7,0%	7,7%	7,7%	7,3%
ROE	43,1%	35,1%	24,2%	12,1%	12,8%	7,7%	8,5%	8,5%	8,1%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>									
EBIT/ lãi vay	109,3	1.914,7	651,4	298,6	309,0	156,2	172,1	168,9	153,5
EBITDA / (I + Cap Ex)	4,5	9,3	11,2	6,2	20,3	12,0	11,6	11,5	10,7
Nợ vay/tổng nguồn vốn	0,1%	0,4%	0,7%	1,1%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,0%
Nợ vay/tổng vốn chủ sở hữu	0,1%	0,4%	0,7%	1,1%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>									
Vòng quay tài sản (lần)	1,1 x	1,3 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x	0,9 x	0,8 x	0,9 x	0,9 x
Vòng quay các khoản phải thu (ngày)	12	4	6	10	10	10	10	10	10
Vòng quay các khoản phải trả (ngày)	24	25	39	22	22	22	22	22	22
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	85	49	72	79	79	79	79	79	79
Hệ số thanh khoản hiện hành	7,0 x	5,2 x	6,1 x	6,9 x	8,7 x	8,1 x	8,4 x	8,1 x	8,3 x
Hệ số thanh khoản nhanh	5,5 x	4,2 x	4,9 x	5,3 x	7,1 x	6,4 x	6,7 x	6,4 x	6,6 x

## Phụ lục 2: Giới thiệu các sản phẩm phân bón

### Đạm, phốt-phát và kali là ba thành phần dinh dưỡng chính cần thiết cho cây trồng.

Phân bón là chất dinh dưỡng cần thiết cho cây trồng giúp đạt được năng suất và chất lượng tối ưu. Ba thành phần dinh dưỡng chính cho cây trồng gồm có đạm (N), phốt-phát ( $P_2O_5$  hay P) và kali ( $K_2O$  hay K). Đạm là thành phần chính của protein, đóng vai trò quan trọng cho sự tăng trưởng, sự sống, màu sắc và năng suất của cây trồng; đạm chiếm hơn 60% tổng lượng tiêu thụ phân bón. Phốt-phát là nguồn sống cho rễ phát triển đầy đủ và giúp cây trồng chống lại hạn hán, và cũng quan trọng trong quá trình chín của hạt và trái. Kali (K) cũng rất quan trọng cho sự tăng trưởng và năng suất của cây trồng, giúp cải thiện sức đề kháng của cây trước dịch bệnh và hạn hán.

#### Đặc tính của đạm, phốt-phát và kali

	Tác dụng chính	Ứng dụng	Cơ cấu ngành
K 16%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cải thiện chất lượng cây trồng</li> <li>Tăng kích cỡ cây trồng</li> <li>Quan trọng nhất và cây trồng thường bị thiếu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Không nhất thiết phải bón hàng năm</li> <li>Bón cho cây trồng hàng năm</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Số lượng nhà sản xuất ít, quy định chặt chẽ về sản xuất</li> <li>Ngành phân tán</li> <li>Giá biến động nhưng sản lượng khá ổn định</li> </ul>
P 23%			
N 61%			

Nguồn: International Fertilizer Industry Association (IFA) (số 2013/2014, tháng 5 năm 2014), Yara Fertilizer Industry Handbook (tháng 12 năm 2014)

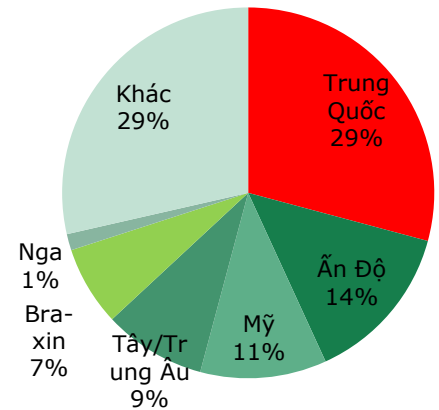
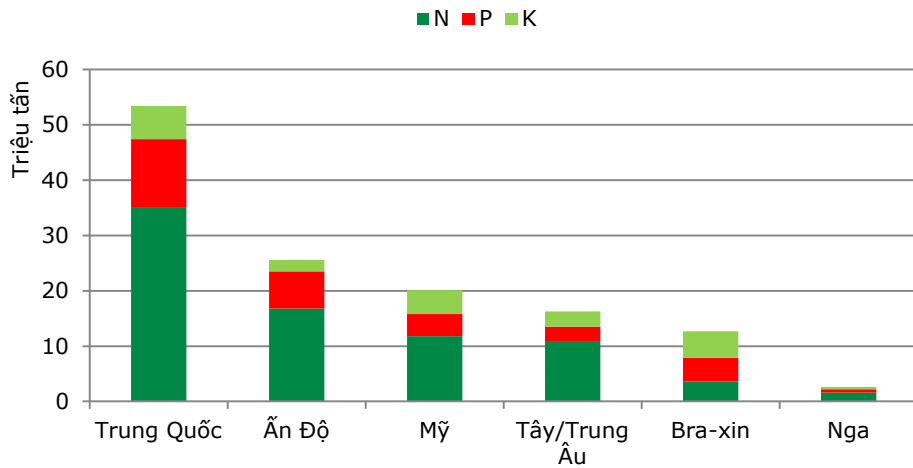
Ngoài ba thành phần dinh dưỡng chính, cây trồng cũng cần các chất dinh dưỡng khác như lưu huỳnh (S), magiê (Mg), canxi (Ca) để đạt được sự phát triển tối ưu. Bên cạnh đó, dinh dưỡng khác được gọi là các chất vi lượng cũng có vai trò quan trọng, gồm có clo (Cl), sắt (Fe), mangan (Mn), bo (B), selenium (Se), kẽm (Zn), đồng (Cu), v.v.

### Phân Urê, DAP và MOP là ba sản phẩm chính lần lượt cung cấp nitơ, phốt-phát và kali

Urê chứa 46% nitơ, và cung cấp khoảng 56% tổng lượng nitơ tiêu thụ trên thế giới. Tỷ lệ này đang gia tăng và hầu hết công suất sản xuất nitơ hiện nay trên thế giới là dưới dạng urê. Các sản phẩm nitơ khác gồm amoniac, DAP/MAP, NPK, AN/CAN, UAN.

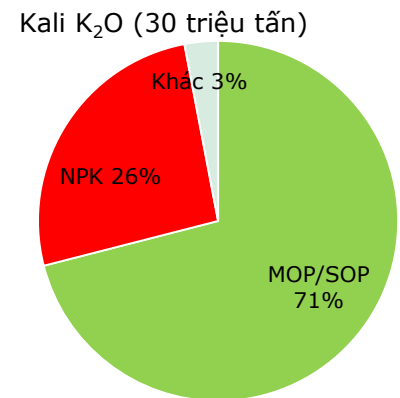
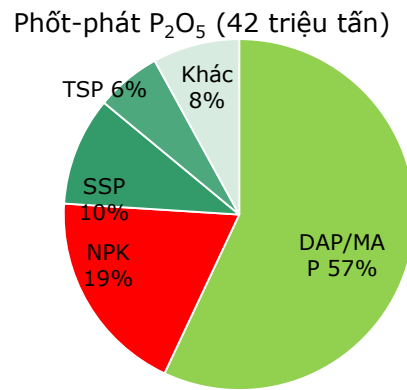
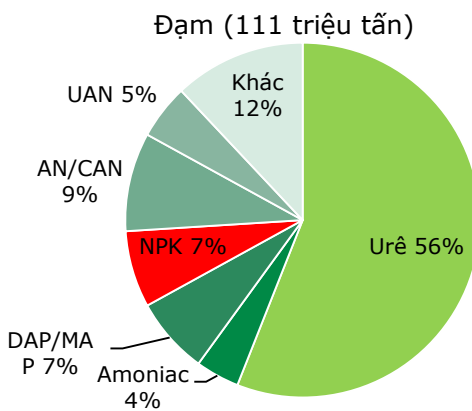
Khoảng 56% nhu cầu phốt-phát được cung cấp từ các sản phẩm DAP/MAP. Cả DAP và MAP đều chứa 46% phốt-phát (dưới dạng  $P_2O_5$ ), theo sau là NPK với 20%. Đối với kali, MOP và SOP cung cấp 72% tổng lượng tiêu thụ kali (dưới dạng  $K_2O$ ).

## 5 thị trường tiêu thụ phân bón lớn nhất thế giới



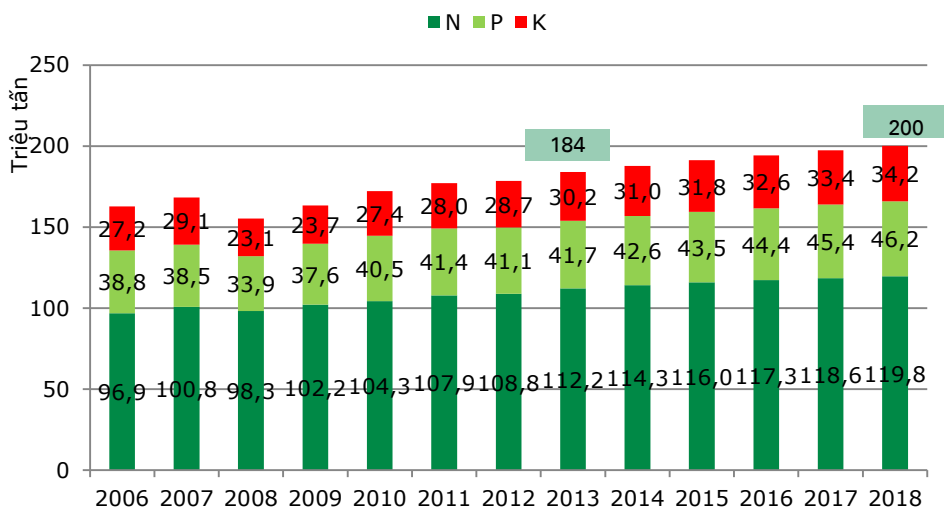
Nguồn: IFA, Yara Fertilizer Industry Handbook (Tháng 12 năm 2014)

## Tiêu thụ phân bón toàn cầu theo sản phẩm



Nguồn: IFA, Yara Fertilizer Industry Handbook (tháng 12/2014)

## Nhu cầu phân bón toàn cầu và triển vọng



Tốc độ CAGR từ năm 2014 đến năm 2018:

N: 1,18%

P: 2,05%

K: 2,49%

Nguồn: IFA, DPM

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

### **Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### **Nguyễn Thế Duy**

Chuyên viên Phân tích  
duynt@vpbs.com.vn

### **Lê Thị Diệu Linh**

Trợ lý Phân tích  
linhltd@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

### **Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

### **Lý Đắc Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

### **Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

### **Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

### **Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

### **Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146



## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên. Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đề cập trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418

