



MUA

Báo cáo lần đầu

Chuyên viên phân tích

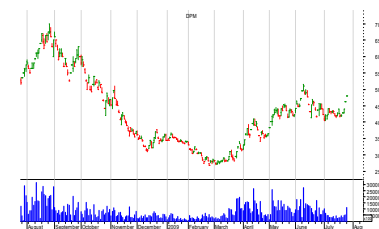
Nguyễn Thị Ngân Tuyền

tuyen.nguyen@kimeng.com.vn

(84) 8 – 838 6636 – 163

Giá 48.000 VND
Mục tiêu 57.600 VND
VN Index 469,7

Đồ thị biến động giá



% thay đổi	1T	3T	6T
Giá CP	5,5	31,5	51,4
So với Index	14,6	1,1	6,1

Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	DPM
Vốn hoá TT (VND bn)	18.240
Cao nhất 52tuần (VND)	70.000
Thấp nhất 52tuần (VND)	26.800
Số lượng CP (triệu)	380,0
GTGD bq 6T (VND bn)	32,0
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	31,8
Cổ đông lớn (%)	
PetroVietnam (61,4%)	
BIDV (3,7%)	
PVFC (2,1%)	

Chỉ số cơ bản

ROE (%)	24,3
Nợ ròng/VCSH (%)	TM ròng
NTA (VND)	15.745
Khả năng trả lãi vay (x)	0,0

Đạm Phú Mỹ

Nền tảng vững chắc

Chúng tôi đưa ra báo cáo phân tích lần đầu về Đạm Phú Mỹ với khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu là 57.600 đồng/cổ phiếu dựa trên PE tương lai là 16 lần, thấp hơn mức PE bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi tin rằng Đạm Phú Mỹ là một đại diện tiêu biểu cho lĩnh vực sản xuất hàng hóa trong nước.

Triển vọng thuận lợi của ngành được hỗ trợ bởi nhu cầu gia tăng

Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng của ngành do nhu cầu về phân bón sẽ gia tăng trong khi nguồn cung của Việt Nam thì đang bị hạn chế. Việc dân số gia tăng, thu nhập bình quân đầu người tăng và những nguồn năng lượng sinh học mới nổi là những động lực chính thúc đẩy nhu cầu về sản phẩm nông nghiệp như lương thực, ngũ cốc và hạt có dầu. Vì vậy chúng tôi nhận thấy bản chất việc giảm giá của urê chỉ là mang tính chu kỳ tạm thời và vẫn lạc quan về triển vọng của ngành này.

Duy trì tỷ suất lợi nhuận tốt dù giá urê đang thấp ...

Mặc dù hiện tại giá urê chưa phục hồi, chúng tôi vẫn kỳ vọng Công ty tiếp tục duy trì tỷ suất lợi nhuận ở mức cao nhờ vào hiệu quả hoạt động và sự thiếu vắng chi phí khấu hao trong giá thành do nhà máy Đạm Phú Mỹ sẽ khấu hao hết kể từ tháng 9/2010.

... và lợi nhuận sẽ được đẩy mạnh từ những nhà máy mới

Công ty đang đầu tư 578,0 tỷ đồng để nâng công suất nhà máy thêm 60 ngàn tấn urê lên tổng cộng 800 ngàn tấn mỗi năm vào năm 2011. Công ty cũng đang lên kế hoạch đầu tư 1.100,0 tỷ đồng để xây mới một nhà máy phân hỗn hợp NPK. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ đạt tốc độ tăng trưởng 2 con số trong 3 năm tới, nhờ vào sản lượng gia tăng khi các nhà máy mới đi vào hoạt động.

Định giá thấp!!!

Cổ phiếu DPM hiện đang giao dịch tại mức PE tương lai là 13,3 lần, thấp hơn mức bình quân 18,7 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi tin rằng sự cách biệt về định giá giữa DPM và các công ty cùng ngành trong khu vực là phi lý và kỳ vọng khoảng cách này sẽ được thu hẹp trong tương lai. Ngoài ra, giá urê kỳ vọng sẽ tăng và khả năng niêm yết ở nước ngoài là những chất xúc tác thêm cho cổ phiếu DPM.

Kết thúc năm TC 31/12	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu (VND bn)	3.779,0	6.475,4	6.726,1	5.877,2	6.213,2
LN trước thuế (VND bn)	1.321,0	1.500,9	1.467,8	1.377,8	2.144,9
LN ròng (VND bn)	1.320,8	1.383,9	1.338,3	1.278,4	1.984,0
EPS (VND)	3.475,8	3.648,7	3.521,9	3.364,3	5.221,1
Tăng trưởng EPS (%)	(23,0)	5,0	(3,5)	(4,5)	55,2
PER (x)	13,8	13,2	13,6	14,3	9,2
EV/EBITDA (x)	7,1	7,0	6,5	8,2	7,4
Yield (%)	2,1	3,1	2,7	4,2	4,2

VUI LÒNG XEM PHỤ LỤC 1 VỀ NHỮNG KHUYẾN CÁO QUAN TRỌNG KHI SỬ DỤNG BÁO CÁO NÀY

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi đưa ra báo cáo phân tích lần đầu về Đạm Phú Mỹ với khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu là **57.600 đồng/cổ phiếu** dựa trên PE tương lai là 16 lần, thấp hơn mức PE bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi tin rằng Đạm Phú Mỹ là một đại diện tiêu biểu cho lĩnh vực sản xuất hàng hóa trong nước.

Nhà sản xuất phân đạm lớn nhất Việt Nam

DPM là công ty sản xuất phân đạm lớn nhất Việt Nam. Hoạt động chính của công ty bao gồm sản xuất và kinh doanh phân urê. Hiện nay, công ty đã chiếm hơn 40% thị phần phân đạm trong nước, bỏ xa công ty sản xuất phân đạm đứng thứ hai là Hà Bắc.

Chất lượng sản phẩm đạt tiêu chuẩn quốc tế. DPM bán sản phẩm dưới nhãn hiệu nổi tiếng “Đạm Phú Mỹ”. Chất lượng sản phẩm của công ty đạt tiêu chuẩn quốc tế và vượt trội so với phân đạm nhập khẩu nhờ sản xuất với công nghệ cao. Công ty đã được nhận nhiều chứng nhận và giải thưởng về kỹ thuật sản xuất, gồm 10 huy chương vàng do Bộ nông nghiệp & phát triển nông thôn và Bộ Thương mại & Công nghiệp bình chọn.

Hệ thống phân phối sâu rộng. Trong những năm qua, Đạm Phú Mỹ đã thiết lập một hệ thống phân phối sâu rộng. Công ty đã lập 5 công ty con chuyên bán sản phẩm đến những vùng chính của Việt Nam. Những công ty này phân phối phân bón thông qua 74 đại diện và 2.115 cửa hàng bán lẻ ở Việt Nam.

Mở rộng và đa dạng hóa. Để củng cố thị phần trong nước, công ty đã thực hiện đa dạng hóa sản phẩm, bán phân bón nhập khẩu và mở rộng năng suất sản xuất. DPM đang đầu tư 578 tỷ VND để mở rộng công suất sản xuất phân đạm hàng năm thêm 60.000 tấn lên 800.000 tấn vào năm 2011. Ban lãnh đạo có kế hoạch đầu tư 1.100 tỷ VND xây dựng nhà máy phân trộn NPK mới và kỳ vọng sẽ lựa chọn nhà thầu để thực hiện dự án trong năm 2009. Chúng tôi biết rằng dự án này sẽ được tài trợ chính bởi nguồn tiền tự có của công ty do dòng tiền hoạt động mạnh và nắm giữ nhiều tiền mặt. Kết thúc tháng 3/2009, DPM có dòng tiền mặt ròng vào khoản 1.666,8 tỷ VND. Công ty còn dự định xây dựng nhà máy DAP ở Morocco cũng như nhà máy Phân bón SA ở khu công nghiệp Phú Mỹ trong những năm tới.

Triển vọng ngành thuận lợi

Triển vọng thuận lợi của ngành được hỗ trợ bởi nhu cầu gia tăng

Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng của ngành do nhu cầu về phân bón sẽ gia tăng trong khi nguồn cung của Việt Nam thì đang bị hạn chế. Việc dân số gia tăng, thu nhập bình quân đầu người tăng và những nguồn năng lượng sinh học mới nổi là những động lực chính thúc đẩy nhu cầu về sản phẩm nông nghiệp như lương thực, ngũ cốc và hạt có dầu. Vì vậy chúng tôi nhận thấy bản chất việc giảm giá của urê chỉ là mang tính chu kỳ tạm thời và vẫn lạc quan về triển vọng của ngành này.

Việt Nam là một trong những nhà xuất khẩu hàng đầu về gạo, café, hạt điều và tiêu trên thế giới. Ngành nông nghiệp đang tăng trưởng ở tỷ lệ hàng năm 3,6% trong 10 năm qua. Do quá trình công nghiệp hóa và đô thị hóa nhanh làm đất nông nghiệp ngày càng bị thu hẹp nên chúng tôi cho rằng nông dân phải sử dụng lượng lớn phân bón với chất lượng cao nhằm giúp gia tăng sản lượng thu hoạch.

Thiếu nguồn cung liên tục. Nhu cầu phân đạm trong nước hàng năm được dự báo khoản 1,7-2,0 triệu, đáp ứng khoản 60% nhu cầu và phải nhập khẩu 40% để đáp ứng nhu cầu. Nguồn cung tiếp tục được dự báo là thiếu hụt cho đến năm 2012 khi mà nhà máy Đạm Ninh Bình và Đạm Cà Mau được đưa vào hoạt động. Vì vậy, DPM sẽ vẫn là nhà sản xuất hàng đầu ở thị trường trong nước trong vài năm tới.

Hình 1: Năng suất sản xuất phân đạm trong nước

Nhà máy	Các cổ đông chủ chốt	2008	2009	2010	2011	2012
Phú Mỹ	PetroVietnam	740.000	740.000	740.000	800.000	800.000
Hà Bắc	VinaChem	170.000	170.000	170.000	500.000	500.000
Ninh Bình	VinaChem	-	-	-	-	560.000
Cà Mau	PetroVietnam	-	-	-	-	800.000
Tổng nguồn cung		910.000	910.000	910.000	1.300.000	2.660.000

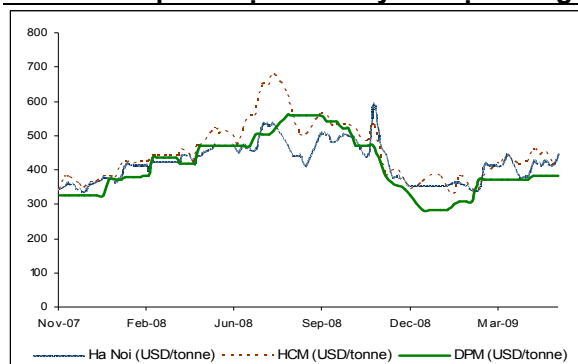
Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Giá bán là nhân tố quyết định chủ chốt kết quả tài chính của công ty

Chúng tôi nhận thấy rằng sự biến động về giá phân đạm sẽ tác động mạnh mẽ lên kết quả kinh doanh của DPM do việc sản xuất và bán sản phẩm chiếm hơn 85% doanh thu của DPM. Doanh thu của công ty năm 2008 tăng 71,3% lên đến 6.475,4 tỷ VND chủ yếu nhờ tăng giá phân đạm với giá bán trung bình (ASP) tăng từ 4,5 triệu VND mỗi tấn năm 2007 lên đến 6,5 triệu mỗi tấn vào năm 2008. Chúng tôi không thể quyết định giá nhập khẩu ASP cho năm 2009 vì công ty không cung cấp đầy đủ chi tiết về phân bón nhập khẩu.

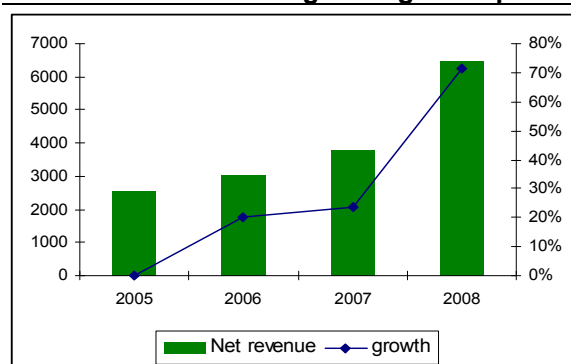
Công ty đưa ra giá bán phân đạm Phú Mỹ dựa trên kế hoạch của PetroVietnam (PVN), sẽ biến động 1% - 5% so với giá đạm nhập khẩu như được minh họa ở Phụ lục II. Do đó, giá phân đạm trong nước có mối liên hệ cao với giá phân đạm quốc tế. Chúng tôi nhận thấy giá ASP của phân đạm Phú Mỹ dưới mức giá ASP thị trường. Điều này là do phân đạm được xem như là sản phẩm thiết yếu và do đó DPM có trách nhiệm phải bán ở giá chiết khấu để tối thiểu hóa rủi ro lạm phát cho nền kinh tế nói chung. Tuy nhiên, công ty có thể duy trì lợi nhuận biên cao do giá đầu vào nguyên liệu khí được trợ giá, hoạt động hiệu quả và lợi thế quy mô.

Hình 2: Giá phân đạm Phú Mỹ vs thị trường

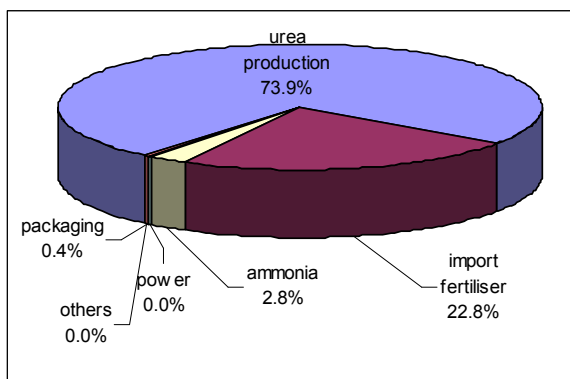


Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

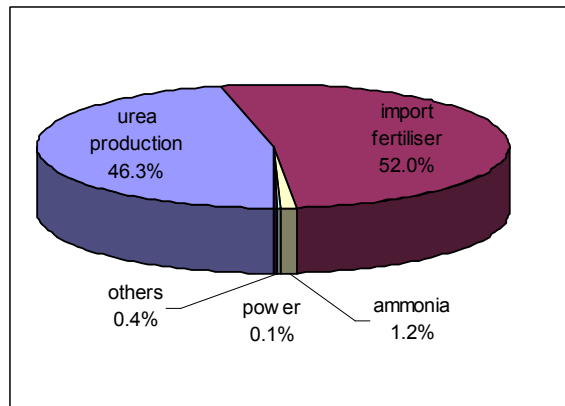
Hình 3: Doanh thu trong những năm qua



Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Hình 4: Doanh thu năm 2008

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

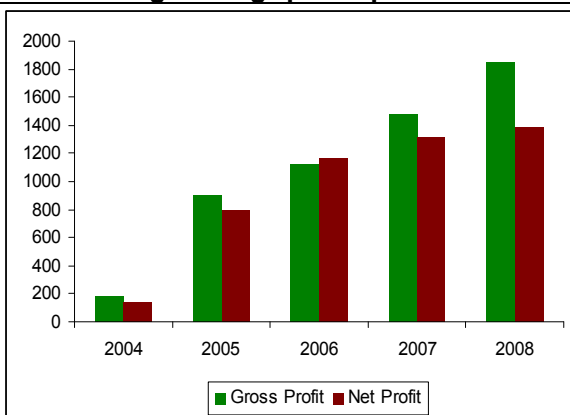
Hình 5: Doanh thu Q1/09

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

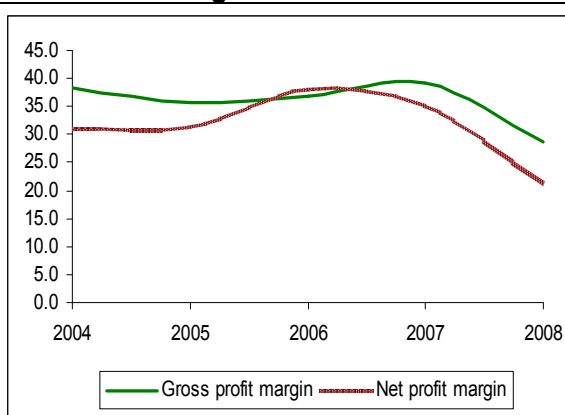
Kết quả kinh doanh những năm trước cao

Lợi nhuận biên thấp hơn do lỗ từ phân bón nhập khẩu. Do những hạn chế về công suất sản xuất, DPM đã bắt đầu nhập khẩu phân bón từ Trung Quốc và Trung Đông để bán lại từ năm 2007 nhằm đáp ứng nhu cầu trong nước. Nhưng sự biến động giá phân đạm trên thế giới năm ngoái, cụ thể giá đã tăng gấp đôi trong vòng 8 tháng đầu năm 2008 trước khi giảm ở cuối năm 2008, làm cho công ty chịu một khoản lỗ kỷ lục 1.008 tỷ VND. Vì vậy, lợi nhuận biên gộp của DPM đã giảm từ 39,2% năm 2007 đến 28,6% năm 2008.

Mặc dù công ty ghi nhận khoản lỗ từ việc kinh doanh phân bón nhập khẩu nhưng lợi nhuận biên của DPM trong năm 2008 vẫn duy trì ở mức cao với lợi nhuận biên gộp và lợi nhuận biên ròng lần lượt là 28,6% và 21,4%. Chúng tôi tin rằng khoản lỗ từ việc kinh doanh phân bón nhập khẩu năm 2008 là một ngoại lệ và khó có thể xảy ra trong tương lai.

Hình 6: Tăng trưởng lợi nhuận

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Hình 7: Khả năng sinh lời

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Giá đầu vào nguyên liệu khí tăng không phải là nỗi lo chính. Công ty sử dụng khoản 22 triệu MMBtu khí tự nhiên với giá hợp đồng 2,2 USD/MMBtu cho đến hết năm nay. Giá khí sẽ tăng dần đến 3,66USD/MMBtu vào năm 2010, 3,82USD/MMBtu năm 2011 và 4,00USD/MMBtu năm 2012. Chúng tôi dự báo tổng chi phí khí đầu vào sẽ tăng 537,7 tỷ VND năm 2010 khi giá khí được điều chỉnh tăng.

Tuy nhiên, với việc nhà máy của DPM sẽ hết khấu hao trước tháng 10 năm 2010, chúng tôi ước tính việc không tính chi phí khấu hao trong ba tháng cuối năm 2010 sẽ mang lại cho DPM khoản lợi nhuận 389,9 tỷ VND. Khoản này sẽ bù đắp một phần chi phí sản xuất do giá khí đầu vào tăng.

Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận biên của DPM vẫn cao trong những năm tới vì chúng tôi tin rằng giá phân đạm sẽ tăng, hiệu quả hoạt động tăng và không còn chi phí khấu hao sẽ đủ bù đắp cho giá khí đầu vào tăng.

Hình 8: Tác động của nguyên liệu khí và chi phí khấu hao

	2010E	2011E	2012E
Giảm chi phí giá vốn do ảnh hưởng của việc hết khấu hao	(389,9)	(1,027,1)	(1,027,1)
Tăng chi phí giá vốn do tăng giá khí đầu vào	537,7	698,9	769,5
Tác động ròng tăng (giảm) chi phí giá vốn	147,8	(328,2)	(257,6)

Nguồn: Kim Eng dự báo

Hình 9: Dự báo chi phí sản xuất phân đạm

	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
Giá vốn ure sản xuất (tỷ VND)	528,4	557,0	746,7	699,2	577,6	478,4
- Giá khí đầu vào (USD/MMBtu)	2,2	2,2	3,7	3,7	3,7	3,7
- Lượng khí tiêu thụ (mn MMBtu)	4,8	5,3	5,3	4,8	4,8	5,3
- Chi phí khí đầu vào (tỷ VND)	177,4	197,1	328,0	295,2	295,2	328,0
- Chi phí khấu hao (tỷ VND)	271,2	271,2	271,2	271,2	149,6	2,9
- Chi phí nhân công (tỷ VND)	26,6	29,6	49,2	44,3	44,3	49,2
- Chi phí dịch vụ khác (tỷ VND)	53,2	59,1	98,4	88,5	88,5	98,4
Giá vốn amonia lỏng (tỷ VND)	13,8	13,8	22,9	22,9	22,9	22,9
- Lượng khí tiêu thụ (mn MMBtu)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Nguồn: Kim Eng dự báo

Rủi ro đầu tư

Chúng tôi tin rằng việc đầu tư vào DPM sẽ chịu những rủi ro sau:

Giảm giá phân đạm. Như được đề cập ở trên, lợi nhuận công ty phụ thuộc nhiều vào biến động giá. Vì vậy, việc biến động giá phân đạm trên thế giới sẽ tác động mạnh đến kết quả kinh doanh của công ty.

Mô hình phân tích độ nhạy của chúng tôi chỉ ra rằng 5% thay đổi giá urê sẽ làm EPS biến đổi 18,7%. Chúng tôi nhận thấy rằng EPS của công ty trong năm 2010 sẽ giảm dưới 0 nếu giá phân đạm giảm nhiều hơn 27% so với giá ASP dự báo của chúng tôi là 4,1 triệu VND (220 USD) mỗi tấn, nhưng chúng tôi tin điều này khó có thể xảy ra. Chúng tôi nhận thấy rằng việc giá phân đạm giảm trong gần đây chỉ mang tính chu kỳ và chúng tôi vẫn lạc quan về giá phân đạm trên thế giới sẽ tăng.

Hình 10: Thay đổi EPS so với giá phân đạm năm 2009

ASP	ASP change	EPS 2010	EPS change
4,1	-27%	0	-100%
4,5	-20%	844	-75%
4,8	-15%	1.474	-56%
5,0	-10%	2.104	-37%
5,3	-5%	2.734	-19%
5,6	0%	3.364	0%
5,9	5%	3.994	19%
6,2	10%	4.624	37%
6,4	15%	5.254	56%
6,7	20%	5.884	75%
7,0	25%	6.514	94%
7,3	30%	7.144	112%

Nguồn: Kim Eng

Nhân tố về chu kỳ. Nhu cầu về phân bón có mối liên hệ cao với sản lượng nông nghiệp. Giá sản phẩm nông nghiệp thường giảm nếu được mùa, dẫn đến hạn chế lợi nhuận của nông dân. Điều này có thể dẫn đến giảm sản lượng nông nghiệp mà sẽ giảm nhu cầu phân bón trong mùa vụ tiếp theo.

Kế hoạch mua nhà máy phân bón Cà Mau. Mặc dù các cổ đông đã phản đối đề nghị đảm nhận nhà máy phân bón Cà Mau trong cuộc họp thường niên, chúng tôi không giảm nhẹ khả năng công ty có thể đảm nhận kế hoạch này trong tương lai. Ước tính sơ bộ của chúng tôi cho thấy rằng việc tiếp nhận Nhà máy sản xuất phân bón Cà Mau không mang lại giá trị cao cho các cổ đông do điểm hòa vốn cao. Phân tích của chúng tôi về kế hoạch mua Cà Mau được tóm tắt ở Phụ Lục III.

Định giá

Định giá thấp!!!

Cổ phiếu DPM hiện đang giao dịch tại mức PE tương lai là 13,3 lần, thấp hơn mức bình quân 18,7 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi tin rằng sự cách biệt về định giá giữa DPM và các công ty cùng ngành trong khu vực là phi lý và kỳ vọng khoảng cách này sẽ được thu hẹp trong tương lai.

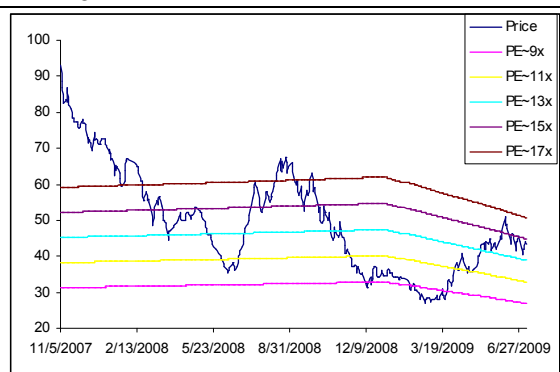
Chúng tôi dự báo giá mục tiêu là 57.600 VND/ cổ phiếu, dựa trên PE tương lai 16 lần, thấp hơn các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi tin việc định giá thấp là hợp lý và đem lại một lợi thế cho hàng hóa trong nước. Ngoài ra, giá ure kỳ vọng sẽ tăng và khả năng niêm yết ở nước ngoài là những chất xúc tác thêm cho cổ phiếu DPM.

Hình 12: Dự báo lợi nhuận

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
ASP (VND mn per tonne)	4,5	6,5	5,2	5,6	5,6	5,6
Revenue (VND bn)	3.779,0	6.475,4	6.726,1	5.877,2	6.213,2	6.381,2
Change (%)	23,9	71,3	3,9	-12,6	5,7	2,7
Gross profit (VND bn)	1.480,9	1.851,2	1.916,0	1.859,6	2.610,1	2.515,0
Gross margin (%)	39,2	28,6	28,5	31,6	42,0	39,4
PBT (VND bn)	1.321,0	1.500,9	1.467,8	1.377,8	2.144,9	2.117,7
Average Income tax rate (%)	0,0	7,7	8,9	7,5	7,5	7,5
Net profit (VND bn)	1.320,8	1.383,9	1.338,3	1.278,4	1.984,0	1.958,8
Net margin (%)	35,0	21,4	19,9	21,8	31,9	30,7
EBITDA (VND bn)	7,1	7,0	6,5	8,2	7,4	7,3
EPS (VND)	3.476	3.649	3.522	3.364	5.221	5.155

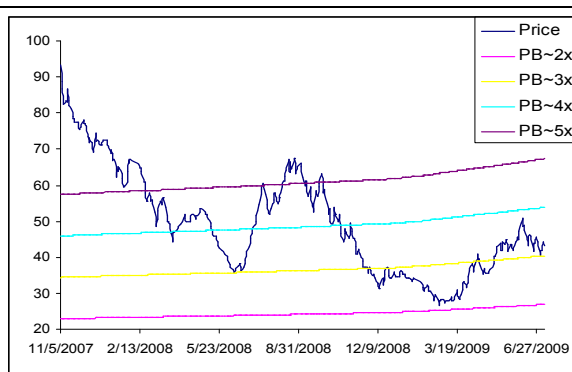
Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Hình 13: PE



Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Hình 14: PB



Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Phụ lục

Phụ lục I: Sơ lược về công ty

DPM tiền thân là công ty con của PetroVietnam (PVN), công ty chính thức bắt đầu hoạt động vào năm 2004. DPM được cổ phần hóa vào 31/08/2007 và được niêm yết trên HOSE vào 05/11/2007.

Công ty còn được gọi với tên Đạm Phú Mỹ do có nhà máy sản xuất đặt tại khu công nghiệp Phú Mỹ thuộc tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu. Công suất thiết kế của DPM là 740.000 tấn nhưng công ty đã hoạt động vượt công suất thiết kế trong hai năm qua giúp đáp ứng nhu cầu đang gia tăng.

Nhà máy sẽ phải đóng cửa một tháng để bảo trì mỗi hai năm với chi phí khoảng 20 triệu USD. Ban quản lý sẽ ghi nhận chi phí này như một tài sản và khấu hao trong 2 năm. Đến đầu năm 2011, công suất sản xuất hàng năm của nhà máy được kỳ vọng tăng thêm 60.000 tấn lên đến 800.000 tấn.

Các công ty con và liên doanh của Đạm Phú Mỹ được liệt kê ở dưới:

Hình 18: Các công ty con và liên doanh

Tên	Lĩnh vực kinh doanh	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Vốn của PVF
Công ty TNHH MTV Thương mại - Dịch vụ Phân bón và Hoá chất Dầu khí	Bán buôn, bán lẻ khí công nghiệp, phân bón, hóa chất. Tổ chức khai thác thể mạnh hệ thống phân phối nội địa của các Công ty thành viên thuộc PVFCCo.	500	100%
Công ty TNHH MTV Phân bón và Hóa chất Dầu khí Miền Bắc	Kinh doanh các loại phân bón và các sản phẩm hoá chất khác, Mua bán hàng nông – lâm sản, các loại dịch vụ kỹ thuật trong sản xuất kinh doanh phân bón và các sản phẩm hoá chất khác có liên quan	65	100%
CTY TNHH MTV Phân bón Hóa chất Dầu khí Miền Trung	Kinh doanh các mặt hàng nông, lâm sản; kinh doanh các loại phân bón, các sản phẩm hóa chất (trừ hóa chất bảng 1); Dịch vụ kỹ thuật trong sản xuất kinh doanh phân bón và các sản phẩm hóa chất liên quan; Kinh doanh vận tải hàng hóa bằng xe ô tô, đường thủy nội địa; kinh doanh kho bãi...	80	100%
Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí Đông Nam Bộ	TKinh doanh các sản phẩm phân bón và hóa chất sử dụng trong công - nông nghiệp, Kinh doanh nông, lâm sản và nguyên liệu.	85	100%
Công ty TNHH MTV Phân bón và Hoá chất Dầu khí Tây Nam Bộ	Kinh doanh các loại phân bón và các sản phẩm hoá chất, Kinh doanh hàng nông - lâm sản; các dịch vụ kỹ thuật trong kinh doanh phân bón và các sản phẩm hoá chất liên quan hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh bao bì từ nhựa PP, PE và Giấy Kraft. Nhà máy sản xuất của Công ty có công suất thiết kế 30 triệu bao bì nhựa (tiêu chuẩn) mỗi năm, trong đó 20 triệu bao bì nông sản (17,358 triệu quy đổi) và 10 triệu bao bì xi măng.	100	100%
Công ty cổ phần Bao bì Đạm Phú Mỹ		42	51%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Phụ lục II: Giá bán của phân đạm Phú Mỹ

Giá bán được tính theo công thức do PVN đề ra:

$$P = (FOB + F + C) \times (100\% \pm r) \times 1.05$$

P: Giá bán phân đạm Phú Mỹ

FOB + F: Giá FOB và chi phí vận chuyển phân đạm nhập khẩu

C: Chi phí thông quan

r: Nhân tố điều chỉnh từ 1% đến 5%

(Giá bán: Giá sản phẩm được giao ở nhà máy và các vùng khác.

Phụ lục III: Phân tích khả năng DPM mua Nhà máy phân bón Cà Mau

Nhà máy sản xuất phân Đạm Cà Mau có tổng công suất thiết kế 800.000 tấn và kỳ vọng được đưa vào hoạt động vào 01/2012. Chi phí đầu tư ước tính 15,3 nghìn tỷ VND (900,2 triệu USD), cao hơn 2,4 lần chi phí của nhà máy Phú Mỹ. Kết thúc tháng 12 năm 2008, PVN đầu tư khoảng 69,4 tỷ USD vào dự án này. Tuy các cổ đông không tán thành việc đầu tư dự án này trong cuộc họp thường niên, nhưng có khả năng dự án này có thể được thực hiện lấy ý kiến cổ đông lần nữa.

Nếu DPM nhận đầu tư dự án, DPM sẽ vay nợ 80% dưới sự bảo đảm của PVN và 20% thông qua các nguồn tự có của DPM. Các khoản vay này ước tính 720 triệu USD và sẽ làm tăng tỷ số nợ 2,5 lần.

Với ước tính lãi suất cho vay khoản 4,0% sẽ làm tăng chi phí lãi khoảng 488,3 tỷ VND mỗi năm.

Với giá khí đầu vào cao (lên đến 5,03 USD/MBtu trước năm 2012) và chi phí khấu hao cao hơn (ước tính 112,5 triệu USD mỗi năm), dự án này có thể chỉ mang lại lợi nhuận khi giá bán bình quân vượt 330USD/tấn.

Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Doanh thu	3.779,0	6.475,4	6.726,1	5.877,2	6.213,2
GVHB (loại trừ khấu hao)	-1.208,8	-3.544,7	-3.724,1	-3.313,6	-3.545,5
Khấu hao	-1.089,4	-1.079,4	-1.086,0	-704,0	-57,6
Lợi nhuận gộp	1.480,9	1.851,2	1.916,0	1.859,6	2.610,1
Chi phí bán hàng & QLDN	-211,2	-445,9	-586,8	-705,3	-745,6
EBIT	1.269,7	1.405,3	1.329,2	1.154,3	1.864,5
Lãi (lỗ) hoạt động tài chính	43,7	89,5	131,8	217,7	274,8
Lãi (lỗ) từ liên doanh, liên kết	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lãi (lỗ) khác	7,6	6,0	6,7	5,7	5,6
Lợi nhuận trước thuế	1.321,0	1.500,9	1.467,8	1.377,8	2.144,9
Thuế TNDN	-0,2	-115,6	-130,0	-103,3	-160,9
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	-1,4	0,6	4,0	0,0
Lợi nhuận ròng	1.320,8	1.383,9	1.338,3	1.278,4	1.984,0
EBITDA	2.359,1	2.484,7	2.415,2	1.858,3	1.922,1
EPS (VND)	3.475,8	3.648,7	3.521,9	3.364,3	5.221,1

Nguồn: dữ liệu công ty, KEVS dự báo

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ VND)	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Dòng tiền hđ kinh doanh	-7,4	797,2	2.856,1	1.967,1	2.013,6
Lợi nhuận ròng	1.320,8	1.383,9	1.338,3	1.278,4	1.984,0
Khấu hao	1.089,4	1.079,4	1.086,0	704,0	57,6
Thay đổi vốn hoạt động	423,7	-1.612,6	471,5	-15,3	-28,0
Khác	-2.841,3	-53,6	-39,7	0,0	0,0
Dòng tiền hđ đầu tư	-97,1	-305,5	-554,1	-749,6	-321,4
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	-546,8	-198,1	-588,9	-749,6	-332,4
Thay đổi trong đầu tư DH	905,5	-181,1	-12,0	0,0	11,0
Khác	-455,8	73,6	46,7	0,0	0,0
Dòng tiền sau hđ đầu tư	-104,5	491,6	2.302,0	1.217,5	1.692,1
Dòng tiền hđ tài chính	358,8	-1.521,3	-697,3	-760,0	-760,2
Thay đổi vốn góp cổ đông	1.228,8	-35,1	-8,0	0,0	-0,2
Thay đổi khoản nợ vay	-869,0	-573,0	-7,1	0,0	0,0
Thay đổi nợ dài hạn khác	-0,9	31,2	-0,5	0,0	0,0
Cổ tức	0,0	-944,3	-681,7	-760,0	-760,0
Dòng tiền ròng	254,4	-1.029,6	1.604,7	457,5	931,9

Nguồn: dữ liệu công ty, KEVS dự báo

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Tổng tài sản	5.741,3	5.192,4	5.843,8	6.294,1	7.489,8
Tài sản ngắn hạn	2.467,6	2.692,5	3.875,8	4.280,5	5.212,3
Tiền	1.972,4	942,7	2.547,4	3.004,9	3.936,9
Đầu tư ngắn hạn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hàng tồn kho	400,7	1.111,3	820,6	812,0	818,1
Phải thu khách hàng	43,6	554,9	411,0	366,8	360,5
Khác	50,9	83,6	96,8	96,8	96,8
Tài sản dài hạn	3.273,7	2.499,9	1.968,0	2.013,6	2.277,5
Đầu tư dài hạn	24,4	205,5	217,5	217,5	206,5
Tài sản cố định ròng	2.780,6	1.899,3	1.402,2	1.447,8	1.722,6
Khác	468,7	395,0	348,3	348,3	348,3
Nợ phải trả	1.372,8	450,9	493,9	425,8	397,6
Nợ phải trả ngắn hạn	1.372,7	438,6	484,7	416,5	388,4
Phải trả nhà cung cấp	191,7	259,9	143,4	75,2	47,1
Vay ngắn hạn	580,1	4,0	0,0	0,0	0,0
Khác	600,9	174,7	341,3	341,3	341,3
Nợ phải trả dài hạn	0,1	12,3	9,2	9,2	9,2
Vay dài hạn	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0
Khác	0,1	9,3	9,2	9,2	9,2
Nguồn vốn	4.368,5	4.741,4	5.349,9	5.868,3	7.092,1
Vốn góp của cổ đông	3.800,0	3.764,9	3.756,9	3.756,9	3.756,7
Các quỹ	562,0	922,8	1.536,5	2.054,9	3.278,9
Khác	6,5	31,6	35,0	35,0	35,0
Cổ đông thiểu số	0,0	22,0	21,5	21,5	21,5

Nguồn: dữ liệu công ty, KEVS dự báo

Chỉ số cơ bản

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	23,9	71,3	3,9	-12,6	5,7
EBIT	38,0	10,7	-5,4	-13,2	61,5
EBITDA	26,5	5,3	-2,8	-23,1	3,4
Lợi nhuận ròng	13,7	4,8	-3,3	-4,5	55,2
EPS	-23,0	5,0	-3,5	-4,5	55,2
Khả năng sinh lợi (%) *					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39,2	28,6	28,5	31,6	42,0
Tỷ suất EBIT	33,6	21,7	19,8	19,6	30,0
Tỷ suất EBITDA	62,4	38,4	35,9	31,6	30,9
Tỷ suất lợi nhuận ròng	35,0	21,4	19,9	21,8	31,9
ROA	22,6	24,7	24,4	21,1	28,8
ROE	29,3	30,6	26,8	23,0	30,9
Tình hình tài chính					
Nợ vay/VCSH (%)	13,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Nợ vay ròng/VCSH (%)	-31,9	-20,0	-48,1	-51,7	-56,0
Khả năng trả lãi vay (X)	15,8	-45,3	236,5	0,0	0,0
K.năng trả lãi&nợ vay NH (X)	1,9	5,4	174,2	0,0	0,0
Dòng tiền tự do/lãi vay (X)	-0,1	-25,7	508,1	0,0	0,0
Diện tự do/lãi&nợ vay NH (X)	0,0	3,1	374,2	0,0	0,0
Khả năng TT hiện hành (X)	1,8	6,1	8,0	10,3	13,4
Khả năng TT nhanh (X)	1,5	3,5	6,2	8,2	11,2
Vòng quay tổng tài sản (X)	0,6	1,2	1,2	1,0	0,9
Thời gian tồn kho bq (ngày)	51,5	59,8	73,3	74,2	82,6
T.gian phải thu KH bq (ngày)	3,1	16,9	26,2	24,2	21,4
T.gian phải trả NCC bq(ngày)	21,9	17,9	15,3	9,9	6,2
Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ VND)	1.392,2	935,6	2.547,4	3.004,9	3.936,9
Trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	3.476	3.649	3.522	3.364	5.221
CFPS	-19	2.102	7.516	5.176	5.299
BVPS	11.479	12.360	13.930	15.294	18.515
SPS	9.945	17.073	17.700	15.466	16.351
EBITDA/share	6.208	6.551	6.356	4.890	5.058
Cash Div	1.000	1.500	1.300	2.000	2.000

Nguồn: dữ liệu công ty, KEVS dự báo, (*)tỷ suất tính trên doanh thu

SINGAPORE

Stephanie WONG *Head of Research*
Regional Head of Institutional Research
+65 6432 1451 swong@kimeng.com

- Strategy
- Small & Mid Caps

Gregory YAP
+65 6432 1450 gyap@kimeng.com

- Conglomerates
- Technology & Manufacturing
- Transport & Telcos

Rohan SUPPIAH
+65 6432 1455 rohan@kimeng.com

- Airlines
- Marine & Offshore

Pauline LEE
+65 6432 1453 paulinelee@kimeng.com

- Bank & Finance
- Consumer
- Retail

Wilson LIEW
+65 6432 1454 wilsonliew@kimeng.com

- Hotel & Resort
- Property & Construction

Anni KUM
+65 6432 1470 annikum@kimeng.com

- Industrials
- REITs

James KOH
+65 6432 1431 jameskoh@kimeng.com

- Infrastructure
- Resources

David LOOMIS
+65 6432 1417 dloomis@kimeng.com

- Special Situations

HONG KONG / CHINA

Edward FUNG *Head of Research*
+852 2268 0632 edwardfung@kimeng.com.hk

- Power
- Construction

Ivan CHEUNG
+852 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk

- Property

Ivan LI
+852 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk

- Bank & Finance

TAM Tsz Wang
+852 2268 0636 tamtszwang@kimeng.com.hk

- Small Caps

Emily LEE
+852 2268 0631 emilylee@kimeng.com.hk

- Small Caps

Jacqueline KO
+852 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk

- Food & Beverage

GUICE Fei Ling
+852 2268 0635 feiling@kimeng.com.hk

- Ports & Shipping

INDIA

Jigar SHAH *Head of Research*
+91 22 6623 2601 jshah@kimeng.com

- Oil & Gas
- Transportation

Anubhav GUPTA
+91 22 6623 2605 agupta@kimeng.com

- Property
- Capital goods

Urmil SHAH
+91 22 6623 2606 urmil@kimeng.co.in

- Software
- Telecom

Ankit THAKKAR
+91 22 6623 2606 ankit@kimeng.co.in

- Healthcare
- Consumer goods

R SRINIVASAN
+91 22 6623 2625 rsrinivasan@kimeng.co.in

- Banking and Financial services

MALAYSIA

YEW Chee Yoon *Head of Research*
+603 2141 1555 cheeyoon@kimengkl.com

- Strategy
- Banks
- Telcos
- Property
- Conglomerates & others

LIEW Mee Kien
+603 2141 1555 meekien@kimengkl.com

- Gaming
- Media
- Power
- Construction

Research Team
+603 2141 1555

- Oil & Gas
- Food & Beverage
- Manufacturing
- Plantations
- Tobacco
- Technology

INDONESIA

Katarina SETIAWAN *Head of Research*
+6221 2557 1125 ksetiawan@kimeng.co.id

- Consumer
- Infra
- Shipping
- Strategy
- Telcos
- Others

Ricardo SILAEN
+6221 2557 1126 rsilaen@kimeng.co.id

- Auto
- Energy
- Heavy Equipment
- Property
- Resources

Teguh SUNYOTO
+6221 2557 1127 tsunyoto@kimeng.co.id

- Cement
- Construction
- Pharmaceutical
- Retail

Rahmi Marina
+6221 2557 1128 rmarina@kimeng.co.id

- Banking

Adi N. WICAKSONO
+6221 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id

- Generalist

Arwani PRANADJAYA
+6221 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id

- Technical analyst

VIETNAM

King Yoong CHEAH *Head of Research*
+84 838 38 66 36 x 161 cheah.yoong@kimeng.com.vn

- Strategy

Nguyen Thi Ngan Tuyen
+84 838 38 66 36 x 163 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn

- Confectionary and Beverage
- Oil and Gas

Ngo Bich Van
+84 838 38 66 36 x 164 van.ngo@kimeng.com.vn

- Bank
- Insurance

Nguyen Quang Duy
+84 838 38 66 36 x 162

- Shipping
- Seafood
- Rubber

Trinh Thi Ngoc Diep
+84 838 38 66 36 x 166 diep.trinh@kimeng.com.vn

- Property
- Construction

Tran Vu Mai Hoang (Ha Noi branch)
+84 439 36 00 88 x 112 hoang.tran@kimeng.com.vn

- Steel
- Power

TAIWAN

Gary Chia
Co-Head of Greater China
+886 2 3518 7900 gary.chia@yuanta.com

Ti-Sheng Young, Ph.D., CFA
Co-Head of Greater China
+86 21 5239 5793 ti-sheng.young@yuanta.com

John Brebeck, CFA
Head of Taiwan Strategy
Head of Research, Taiwan

+886 2 3518 7906 john.brebeck@yuanta.com

George Chang, CFA
Head of Upstream Tech

+886 2 3518 7907 george.chang@yuanta.com

Jack Chang
Head of Taiwan Non-Tech & Cyclical

+886 2 3518 7905 jack.chang@yuanta.com

Vincent Chen
Head of Downstream Tech

+886 2 3518 7903 vincent.chen@yuanta.com

Dennis Chan – NB Supply Chain
+886 2 3518 7913 dennis.chan@yuanta.com

Andrew C Chen – IC Backend
+886 2 3518 7940 andrew.chen@yuanta.com

Danny Ho – Taiwan Petrochemical
+886 2 3518 7923 danny.ho@yuanta.com

Teyi Kung, Ph.D. – Taiwan Healthcare
+886 2 3518 7921 teyi.kung@yuanta.com

Min Li – Solar
+852 3969 9521 min.li@yuanta.com

May Lin – Taiwan Telecom
+886 2 3518 7942 may.lin@yuanta.com

THAILAND

David BELLER
+662 658 6300 x 4740 david.b@kimeng.co.th

- Banks
- Shipping

Naphat CHANTARASEREKUL
+662 658 6300 x 4770 naphat.c@kimeng.co.th

- Energy

Piya ORANRIKSUPHAK
+662 658 6300 x 4710 piya.o@kimeng.co.th

- Property

Supattra KHONGRUNGPHAKORN
+662 6586300 ext 4800 supattra.k@kimeng.co.th

- Electronics
- Automotive
- Tourism

Kanchan KHANIJOU
+ 662 658 6300 x 4750 kanchan@kimeng.co.th

- Construction

KELIVE Thailand (for retail clients)

George HUEBSCH *Head of Research*
+662 658 6300 ext 1400 george.h@kimeng.co.th

PHILIPPINES

Ed BANCOD *Head of Research*
+63 2 849 8848 ed_bancod@atr.com.ph

- Strategy
- Banking

Laura DY-LIACCO
+63 2 849 8843 laura_dyliacco@atr.com.ph

- Utilities
- Conglomerates

Lovell SARREAL
+63 2 849 8871 lovell_sarreal@atr.com.ph

- Consumer
- Cement
- Media

Robin SARMIENTO
+63 2 849 8831 robin_sarmiento@atr.com.ph

- Ports
- Mining

Ricardo PUIG
+63 2 849 8846 ricardo_puig@atr.com.ph

- Property
- Telcos

REGIONAL

Luz LORENZO *Economist*
+63 2 849 8836 luz_lorenzo@atr.com.ph

- Economics

Recommendation definitions

Our recommendation is based on the following expected price performance within 12 months:

+15% and above: BUY
-15% to +15%: HOLD
-15% or worse: SELL

PHỤ LỤC 1: ĐIỀU KHOẢN CHO VIỆC CUNG CẤP BÁO CÁO **VÀ** **NHỮNG KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này và bất kỳ sự truy cập điện tử vào báo cáo được giới hạn và được gửi tới khách hàng của Kim Eng Viet Nam. ("KEVS") hoặc những tổ chức đầu tư liên quan tới KEVS - các nhà đầu tư tổ chức và những người được phép truy cập - là **đối tượng của các điều khoản và khuyến cáo dưới đây**.

NẾU BẠN KHÔNG PHẢI LÀ NGƯỜI CÓ QUYỀN HOẶC KHÔNG ĐỒNG Ý NHỮNG ĐIỀU KHOẢN VÀ KHUYẾN NGHỊ BÊN DƯỚI, BẠN KHÔNG NÊN ĐỌC BÁO CÁO NÀY VÀ THÔNG BÁO CHO KEVS HOẶC NHỮNG TỔ CHỨC LIÊN QUAN BIẾT RẰNG BẠN KHÔNG MUỐN NHẬN NHỮNG BÁO CÁO TƯƠNG TỰ.

Báo cáo này cung cấp thông tin và những ý kiến chỉ dành cho mục đích tham khảo. Báo cáo này không có ý định và mục đích cấu thành những lời khuyên tài chính, đầu tư, giao dịch hay bất kỳ lời khuyên nào khác. Nó không được phân tích như một sự xúi giục hay một yêu cầu mua hay bán bất kỳ chứng khoán hoặc những sản phẩm tài chính liên quan nào. Thông tin và những lời bình luận không có ý tán thành hay khuyến nghị cho bất kỳ loại chứng khoán, quyền chọn, hay những phương tiện đầu tư khác.

Báo cáo được chuẩn bị mà không quan tâm tới yếu tố tài chính cá nhân, những nhu cầu hay mục đích của người nhận. Những chứng khoán được thảo luận trong báo cáo này có lẽ không thích hợp cho tất cả các nhà đầu tư. Người đọc không nên xem bất cứ thông tin nào trong báo cáo như sự xác nhận có căn cứ hoặc thay thế cho việc áp dụng những kỹ năng và đánh giá của chính họ trong quyết định đầu tư hay quyết định khác. Người đọc nên đánh giá một cách độc lập những khoản đầu tư và những chiến lược cụ thể, và người đọc được khuyến khích tìm kiếm những lời khuyên từ những chuyên gia tài chính trước khi đưa ra bất kỳ những quyết định đầu tư hay tham gia vào bất kỳ giao dịch những chứng khoán có liên quan trong báo cáo này. Tính phù hợp hay không của bất kỳ khoản đầu tư hay chiến lược cụ thể nào được đề cập trong báo cáo này đối với nhà đầu tư phụ thuộc vào hoàn cảnh và mục tiêu riêng của nhà đầu tư và nên được xác nhận bởi nhà đầu tư đó với nhà tư vấn của mình trước khi thừa nhận và thực hiện. Bạn đồng ý rằng một vài hoặc tất cả những thông tin mà bạn sử dụng trong báo cáo này là rủi ro của riêng bạn và không có bất kỳ sự trông cậy vào KER, những công ty liên quan, chi nhánh và những nhân viên. Bạn hiểu rằng sử dụng báo cáo này chỉ RỦI RO RIÊNG BẠN.

Báo cáo này được phổ biến hoặc được cho phép sử dụng bởi người có thẩm quyền đang hoạt động kinh doanh chứng khoán hay tư vấn tài chính trong phạm vi cho phép bởi Kim Eng hoặc chi nhánh của Kim Eng.

Kim Eng, những chi nhánh và nhân viên của Kim Eng có thể đầu tư vào chứng khoán hoặc những sản phẩm phái sinh của những công ty được đề cập trong báo cáo này theo cách khác với những gì được thảo luận trong báo cáo này. Những sản phẩm phái sinh có thể được phát hành bởi Kim Eng, những công ty liên quan hay những người hợp tác.

Kim Eng và những chi nhánh của Kim Eng có thể có những hoạt động kinh doanh liên quan tới những công ty được đề cập trong báo cáo này. Hoạt động kinh doanh bao gồm tạo thị trường và giao dịch đặc biệt, mua bán rủi ro và tự doanh khác, quản lý quỹ, dịch vụ đầu tư và tài chính doanh nghiệp.

Ngoại trừ khía cạnh công bố sự liên quan được nêu ở trên, báo cáo này dựa vào những thông tin đại chúng. Kim Eng cố gắng trong phạm vi có thể sử dụng thông tin đầy đủ và đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không khẳng định những thông tin đưa ra là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Người đọc cũng nên lưu ý rằng ngoại trừ điều ngược lại được nêu ra, Kim Eng và bên cung cấp dữ liệu thứ 3 không đảm bảo về tính chính xác, đầy đủ và kịp thời của dữ liệu mà chúng tôi cung cấp và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất cứ sự thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng những dữ liệu đó.

Quyền sở hữu thông tin: người đọc thừa nhận và đồng ý rằng báo cáo này chứa đựng thông tin, hình ảnh, đồ thị, văn bản, biểu tượng và những tài liệu khác được bảo vệ bởi quyền sở hữu, thương hiệu, uy tín và những quyền khác và tất cả những quyền này là có hiệu lực và được bảo vệ trong tất cả các hình thức, truyền thông và công nghệ hiện nay hay phát triển sau này. Nội dung là tài sản của Kim Eng hay bên cung cấp thông tin thứ ba hay người cấp giấy phép. Sự biên soạn (nghĩa là sự thu thập, sắp xếp, và gắn kết) của tất cả nội dung trong báo cáo này là tài sản độc quyền của Kim Eng và được bảo vệ bởi luật pháp quốc tế và luật pháp của Việt Nam. Người đọc không thể sao chép, chỉnh sửa, thay đổi, thêm bớt, bình luận, ấn bản, tham gia vào việc chuyển đổi dưới mọi hình thức hay bán, tạo những sản phẩm xuất phát từ báo cáo này, hay bất kỳ cách nào khai thác nội dung của toàn bộ hay một phần ngoại trừ những sự cho phép đặc biệt. Nếu không có hạn chế đặc biệt nào được nêu ra, người đọc có thể sao chép một phần trong nội dung miễn là bản sao chép đó được dùng cho cá nhân và không có mục đích thương mại và người đọc không được thay đổi hoặc sửa đổi nội dung trong bất cứ hình thức nào và giữ lại mọi thông báo nào được ghi trong nội dung như thông báo tác quyền, thương hiệu hay thông báo độc quyền. Ngoại trừ những điều đã nêu trên hoặc ngoại trừ được phép bởi luật tác quyền như một đặc quyền, người đọc không thể sản xuất lại hay phân phối nội dung nếu không có sự cho phép của người sở hữu. Bất cứ sự được phép phân phối nào cũng bị giới hạn quyền phân phối như thế thì không vi phạm bản quyền của Kim Eng và không đại diện dưới mọi hình thức quyền ký sau nội dung báo cáo được phép phân phối đến bên thứ ba.

Những thông tin khác liên quan đến chứng khoán đã được đề cập trong báo cáo này có thể được cung cấp thêm khi được yêu cầu.

Những khuyến cáo khác:

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỐI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN HÀN QUỐC, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI HÀN QUỐC NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN HÀN QUỐC. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỐI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN MALAYSIA, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI MALAYSIA NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN MALAYSIA. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

Ngoài việc chấp nhận những ràng buộc nêu trên, người sử dụng báo cáo này có thể phải tuân theo những quy định và khuyến nghị khác khi nhận báo cáo này ngoài Việt Nam.

Cho đến 1/12/2008, Bộ phận Nghiên Cứu của Kim Eng và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ liên quan nào với Công ty được phân tích.

Các quan điểm, nhận định được đưa ra trong báo cáo này phản ánh một cách chính xác quan điểm nhận định của cá nhân chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo; và không có sự bồi thường nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, liên quan đến những khuyến nghị cụ thể đã trình bày trong báo cáo của chuyên viên phân tích.

Ngoại trừ những cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này được phép sao chép lại hay phân phối mà không được sự cho phép bằng văn bản của KEVS. KEVS không chịu trách nhiệm về bất cứ hành động nào của bên thứ 3 về khía cạnh này.

Singapore

Kim Eng Securities Pte Ltd
Kim Eng Research Pte Ltd
 9 Temasek Boulevard
 #39-00 Suntec Tower 2
 Singapore 038989

Tel: +65 6336 9090
 Fax: +65 6339 6003

LAU Wai Kwok (sales)
 lauwk@kimeng.com

Stephanie WONG (research)
 swong@kimeng.com

London

Kim Eng Securities (London) Ltd
 6/F, 20 St. Dunstan's Hill
 London EC3R 8HY, UK

Tel: +44 20 7621 9298
 Dealers' Tel: +44 20 7626 2828
 Fax: +44 20 7283 6674

David PIRKIS (sales)
 dpirkis@kimeng.co.uk

Geoff HO (sales)
 gho@kimeng.co.uk

James JOHNSTONE (sales)
 jjohnstone@kimeng.co.uk

New York

Kim Eng Securities USA Inc
 406, East 50th Street
 New York, NY 10022, U.S.A.

Tel: +1 212 688 8886
 Fax: +1 212 688 3500

Jeffrey S. SEO (sales)
 jseo@kesusa.com

Warren KIM (trading)
 wkim@kesusa.com

Lucy CHUAH
 lchuah@kesusa.com

Lynda KOMMEL-BROWNE
 lkommel@kesusa.com

Peter HWANG
 phwang@kesusa.com

Taiwan

Yuanta Core Pacific Securities
 11/F, No 225, Nanking East Rd
 Section 3
 Taipei, Taiwan

Tel: +886 2 2717 6391
 Fax: +886 2 2545 6394

Arthur LO (sales)
 arthur.lo@yuanta.com.tw

Gary CHIA (research)
 Gary.chia@yuanta.com.tw

Hong Kong

Kim Eng Securities (HK) Ltd
 Level 30,
 Three Pacific Place,
 1 Queen's Road East,
 Hong Kong

Tel: +852 2268 0800
 Fax: +852 2877 0104

Ray LUK (sales)
 rluk@kimeng.com.hk

Thailand

Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited
 999/9 The Offices at Central World,
 20th - 21st Floor,
 Rama 1 Road, Pathumwan,
 Bangkok 10330, Thailand

Tel: +66 2 658 6817 (sales)
 Tel: +66 2 658 6301 (research)

Vikas KAWATRA (sales)
 vkawatra@kimeng.co.th

David BELLER (research)
 david.b@kimeng.co.th

Indonesia

PT Kim Eng Securities
 9/F, Deutsche Bank Bldg
 Jl. Imam Bonjol 80
 Jakarta 10310, Indonesia

Tel: +62 21 3983 1360
 Fax: +62 21 3983 1361

Kurnia SALIM (sales)
 ksalm@kimeng.co.id

Katarina SETIAWAN (research)
 ksetiawan@kimeng.co.id

Malaysia

Kim Eng Research Sdn Bhd
 16/F, Kompleks Antarabangsa
 Jalan Sultan Ismail
 50250 Kuala Lumpur, Malaysia

Tel: +603 2141 1555
 Fax: +603 2141 1045

YEW Chee Yoon (research)
 cheeyoon@kimengkl.com

Philippines

ATR-Kim Eng Securities Inc.
 17/F, Tower One & Exchange
 Plaza
 Ayala Triangle, Ayala Avenue
 Makati City, Philippines 1200

Tel: +63 2 849 8888
 Fax: +63 2 848 5738

Lorenzo ROXAS (sales)
 lorenzo_roxas@atr.com.ph

Ed BANCOD (research)
 ed_bancod@atr.com.ph

Vietnam

Kim Eng Vietnam Securities Joint Stock Company
 1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.
 District 1
 Ho Chi Minh City, Vietnam

Tel : (84) 8 8386636
 Fax : (84) 8 8386639

DAO Minh Duc (sales)
 Duc.dao@kimeng.com.vn

King Yoong CHEAH (research)
 cheah.yoong@kimeng.com.vn

India

Kim Eng Securities India Pvt Ltd
 2nd Floor, The International,
 Plot No.16, Maharishi Karve Road,
 Churchgate,
 Mumbai - 400 020

Vikas KAWATRA (sales)
 vkawatra@kimeng.co.th

Jigar SHAH (research)
 J.shah@kimeng.com

South Asia Sales Trading

Connie TAN
 connie@kimeng.com
 Tel: +65 6333 5775
 US Toll Free: +1 866 406 7447

North Asia Sales Trading

Eddie LAU
 eddielau@kimeng.com.hk
 Tel: +852 2268 0800
 US Toll Free: +1 866 598 2267

North America Sales Trading

Warren KIM
 wkim@kesusa.com
 Tel: +1 212 688 8886