



## Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí – Công ty cổ phần (PVFCCo)

Ngành: Hóa chất

Mã chứng khoán: DPM

Sàn: HOSE

### KHUYẾN NGHỊ: MUA

**GIÁ MỤC TIÊU: 43.000**

Phòng: Nghiên cứu – Phân tích

Nguyễn Anh Thương

 T: 84.456.6789 – 321 E: [thuong.na@mhbs.vn](mailto:thuong.na@mhbs.vn)

Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.800
SLCP đang lưu hành (cp)	377.647.740
GTVH thị trường (tỷ đồng)	13.142
KLCP GDBQ 10 ngày (cp)	643.885
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	27.600
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	42.000
EPS trailing (đồng)	4.338
BV 30/09/2010 (đồng)	15.150
P/E (lần)	8,2
P/B (lần)	2,4
Giá tham chiếu ngày 29/11/2010	

**Biểu đồ giá trong 1 năm ( đã điều chỉnh )**


Chỉ tiêu tài chính cơ bản			
Đơn vị tính: tỷ đồng	2008	2009	E2010
Tổng tài sản	5.192	6.351	7.321
Vốn chủ sở hữu	4.688	5.488	6.420
Doanh thu thuần	6.475	6.630	6.468
Tăng trưởng Doanh thu		2,4%	- 2,5%
Lợi nhuận sau thuế	1.384	1.348	1.711
Tăng trưởng LNST		- 2,6%	26,9%
ROA	25,3%	23,4%	25,0%
ROE	30,6%	26,5%	28,7%
EPS (đồng/cp)	3.642	3.548	4.522
% tăng EPS		-3,6%	27,5%
BV (đồng)	12.336	14.442	16.716
Cổ tức (%/mệnh giá)	20%	20%	13%

Nguồn: PVFCCo, MHBS dự báo

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Việt Nam có nền tảng kinh tế là nông nghiệp và được Nhà Nước bảo hộ phát triển**, có tốc độ tăng trưởng hàng năm đều ổn định. Thực tế luôn phải nhập khẩu phân bón và các hóa chất phục vụ nông nghiệp vì nguồn cung từ các nhà sản xuất trong nước luôn thiếu hụt so với nhu cầu. Đây là cơ hội tăng trưởng doanh thu cho nhà sản xuất trong nước khi mở rộng được năng lực sản xuất và kiểm soát được chi phí sản xuất, như PVFCCo.
- **PVFCCo là doanh nghiệp đứng đầu, chiếm 50% thị phần về phân đạm** do là: (1) nhà sản xuất quy mô lớn nhất, công nghệ hiện đại nhất tại Việt Nam; (2) Là nhà kinh doanh phân đạm có thương hiệu đến tận mọi nhà nông Việt Nam, với hệ thống phân phối trải rộng khắp nước, tập trung mạnh ở đồng bằng Sông Cửu Long - vựa lúa chính cả nước. Do vậy, PVFCCo có nhiều thuận lợi khi đầu tư sản phẩm mới, mở rộng hệ thống phân phối.
- **PVFCCo duy trì tỷ suất sinh lời (ROE) ở mức trên 25% qua nhiều năm** và doanh thu, lợi nhuận đối với lĩnh vực sản xuất ure tăng trưởng cao trong 9 tháng năm 2010 tương ứng 30%, 27%, trong khi tình hình tài chính lành mạnh, nợ thấp chiếm 15%, dòng tiền lưu động trôi chảy, số dư tiền mặt cao. Từ năm 2011, chi phí sản xuất sẽ giảm mạnh (do lịch trình khấu hao nhà máy đã xong) và công suất nhà máy được cải tiến nâng thêm 8% (60.000 tấn phân đạm) sẽ thúc đẩy tỷ suất sinh lời và gia tăng năng lực cạnh tranh cho PVFCCo.
- **Là một trong 02 ngành được Nhà Nước ưu đãi đảm bảo cung cấp ổn định nguồn nhiên liệu khí đầu vào với giá ưu đãi cố định hàng năm**. Hiện tại giá khí PVFCCo hưởng ưu đãi là USD3.55/triệu BTU. (Giá khí thế giới bình quân đầu năm 2010 đến nay: USD4.11/triệu BTU).
- **Xu hướng cung vượt cầu ngày càng lớn trên thị trường ure thế giới và xu hướng tăng giá trên thị trường năng lượng** - là hai nhân tố chính tác động mạnh đến tỷ suất sinh lời của PVFCCo. Tuy được ưu đãi giá nhiên liệu khí, PVFCCo phải theo quy định Nhà Nước về lộ trình tăng giá khí gần với giá thị trường

trong khu vực, kể từ tháng 03/2011. Hơn nữa, Nhà Nước vẫn áp dụng chính sách điều chỉnh khung giá phân đạm hàng năm theo tình hình canh tác nông nghiệp và giá thị trường urê thế giới. Theo IFA, nguồn cung urê thế giới hiện cao hơn nhu cầu tiêu thụ (3%) và xu hướng dư thừa urê sẽ tăng cao gây áp lực giảm giá trong các năm tới.

- **Từ sau năm 2012, dự kiến cung phân đạm (2,7 triệu tấn/năm) vượt quá lượng nhu cầu (1,7 -2 triệu tấn/năm)** – theo dự báo của Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn. Đây là rủi ro tiềm ẩn về dư thừa hàng tồn kho, bắt buộc PVFCCo phải định hướng mở rộng gấp thị trường xuất khẩu.
- **Thời tiết mấy năm nay luôn lụt lội, bất lợi gián tiếp đến nhu cầu tiêu thụ phân đạm hạt trong** của PVFCCo, và xu hướng tiêu thụ ure hạt đục gia tăng – đây là rủi ro tiềm ẩn thu hẹp thị phần của PVFCCo.
- **Khả năng giảm tỷ suất sinh lời ROE từ việc đưa vào sản xuất phân đạm của nhà máy Đạm Cà Mau dự kiến năm 2013.** Tuy việc mua nhà máy Đạm Cà Mau đã tạm gác lại, nhưng vẫn có khả năng PVFCCo sẽ mua khối lượng lớn cổ phiếu của nhà máy này. Với chi phí đầu tư rất cao (gấp 2,5 lần của nhà máy đạm Phú Mỹ), do vậy, trong giai đoạn đầu đi vào hoạt động, nhà máy Đạm Cà Mau khả năng cao không tạo lợi nhuận.

#### **KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Với vị thế đầu ngành, hoạt động hiệu quả cao, tiềm lực tài chính mạnh và tăng trưởng ngành ổn định và hứa hẹn tốt, PVFCCo là công ty rất đáng quan tâm cho kế hoạch đầu tư trung hạn (khoảng 02 năm). Theo nhận định của MHBs, giá trị hợp lý của cổ phiếu DPM là 43.000 đồng/cổ phần. **Trên quan điểm đầu tư giá trị, chúng tôi kiến nghị XEM XÉT MUA cổ phiếu DPM ở vùng giá thấp hơn 35.000 đồng/cổ phiếu.**

<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ</b>			
<b>Phương pháp</b>	<b>Giá</b>	<b>Trọng số</b>	<b>Giá trị đóng góp</b>
FCFF	50.123	30%	15.037
FCFE	49.339	30%	14.802
P/E (BQ 8,5x)	36.865	20%	7.373
P/B (BQ 1,8x)	27.620	20%	5.524
<b>Giá hợp lý cổ phiếu DPM</b>			<b>42.736</b>

## **Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí – Công ty cổ phần (PVFCCo)**

Lầu 3, số 2Bis Lê Thánh Tôn, phường Bến Nghé, Quận 1, Tp Hồ Chí Minh

Tel: (08) 38 256 258

Fax: (08) 38 256 269

Website: [www.dpm.vn](http://www.dpm.vn)

### **Nhà máy đạm Phú Mỹ**



### **Sản phẩm**



### **Tóm tắt quá trình phát triển**

- Năm 2003, công ty Phân đạm và Hóa chất Dầu khí được thành lập.
- Năm 2004, công ty tiếp nhận bàn giao Nhà máy đạm Phú Mỹ và cho ra lô sản phẩm đầu tiên trên thị trường với thương hiệu “Đạm Phú Mỹ”.
- Năm 2006, tiến hành cổ phần hóa với vốn điều lệ 3.800 tỷ đồng.
- Năm 2007, niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM.
- Năm 2008, chuyển đổi thành Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí – Công ty Cổ phần.

### **Hoạt động kinh doanh chính**

- Sản xuất, kinh doanh phân đạm, amôniac lỏng, khí công nghiệp, các sản phẩm hoá chất khác.

### **Định hướng phát triển giai đoạn 2011-2015**

PVFCCo sẽ trở thành doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh phân bón hàng đầu. Đồng thời là một trong các doanh nghiệp hàng đầu về sản xuất, phân phối hóa chất trong lĩnh vực dầu khí và nông nghiệp tại Việt Nam. Các mục tiêu cụ thể đến năm 2015:

- Doanh thu 60.000 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế 10.000 tỷ đồng.
- Chiếm lĩnh 50% - 60% thị phần ure, đẩy mạnh xuất khẩu khi cung vượt cầu; chiếm lĩnh 10% - 15% thị phần NPK tại Việt Nam.
- Chiếm lĩnh 20% - 30% thị phần hóa chất dầu khí; 7% - 10% thị phần hóa chất nông nghiệp tại Việt Nam.

### **Các loại thuế**

- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) hiện áp cho hoạt động sản xuất phân ure là 15%. Hiện PVFCCo được hưởng mức ưu đãi 7.5% đến hết năm 2014.
- Hoạt động nhập khẩu phân bón – chủ yếu chính nhằm bổ sung nguồn hàng sản xuất và bình ổn giá thị trường theo chỉ đạo của Nhà Nước, chịu mức thuế nhập khẩu theo quy định của nhà nước trong từng thời kỳ cụ thể, đồng thời thuế suất thu nhập doanh nghiệp cho hoạt động này là 25%/năm bắt đầu từ năm 2009.

### **Hội đồng quản trị & Ban điều hành**

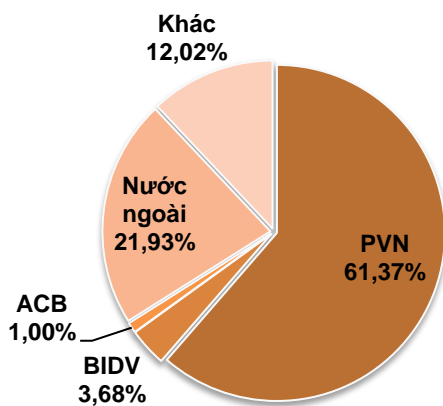
Đội ngũ cán bộ quản lý của PVFCCo có kinh nghiệm, trình độ chuyên độ môn trong lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính. Đây là tiền đề cho

sự phát triển lớn mạnh của PVFCCo trong thời gian tới khi nhân sự là yếu tố then chốt cho sự thành bại của doanh nghiệp. Một đặc điểm nổi bật đối với đội ngũ lãnh đạo của PVFCCo là các vị trí này do Tập đoàn Dầu khí bổ nhiệm nên trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ có sự bổ nhiệm người mới hay miễn nhiệm các cán bộ đương nhiệm. Tháng 11/2010, ông Cao Hoài Dương được bổ nhiệm thay ông Phan Đình Đức giữ chức Tổng giám đốc PVFCCo. Việc thay đổi ban lãnh đạo giúp công ty tạo nên những nhân tố mới nhưng cũng có hạn chế trong công tác quản lý khi đường lối, chính sách hoạt động có thể xáo trộn.

### Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Dầu khí (PVN) nắm 61% cổ phiếu, giữ quyền chi phối toàn phần chiến lược phát triển sản xuất kinh doanh của PVFCCo, và cử toàn bộ nhân sự của PVN vào Ban Điều Hành của PVFCCo. Trên khía cạnh tích cực, PVFCCo nhận được hỗ trợ mạnh từ PVN cụ thể trong cam kết đảm bảo nguồn nhiên liệu khí ổn định trong lâu dài, với giá ưu đãi thấp. Xét về khía cạnh tiêu cực, PVFCCo chịu sự điều phối hoàn toàn từ PVN, do đó thiếu sự chủ động linh hoạt trong hoạt động sản xuất kinh doanh và trong việc sáng tạo tìm kiếm và thực hiện đầu tư các dự án lớn mang tính chiến lược.

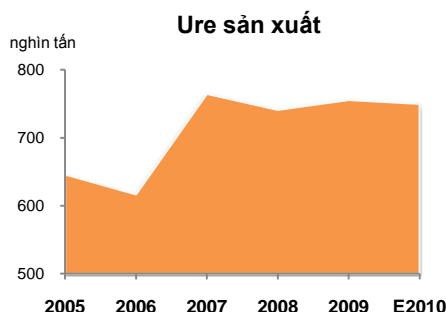
Trong cơ cấu cổ đông của PVFCCo, tỷ trọng sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đã gia tăng đáng kể so với tháng 03/2010 khi tăng từ 19% lên 22%. Ngoại trừ phần vốn của nhà nước thì tỷ trọng nắm giữ cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài tại PVFCCo cao hơn 37,5% tổng số cổ phần nắm giữ của các tổ chức và cá nhân Việt Nam. Cổ phiếu DPM trở nên thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài do: (1) Tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty ổn định và tăng trưởng tốt; và (2) xét về chỉ số P/E, do thị trường chứng khoán Việt Nam thời gian qua giảm liên tục, giá cổ phiếu DPM giao dịch trên thị trường trở nên khá thấp so với giá trị.



Nguồn: PVFCCo

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT - KINH DOANH

### Năng lực sản xuất

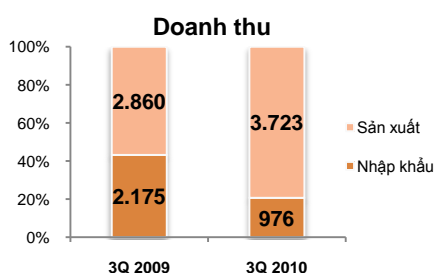


Nguồn: PVFCCo

Nhà máy Đạm Phú Mỹ được đưa vào vận hành sản xuất vào năm 2004 và bắt đầu tung sản phẩm ra thị trường từ năm 2005. Tính đến nay, nhà máy vẫn hoạt động liên tục, an toàn, tuân thủ theo quy định về bảo dưỡng và bảo trì định kỳ. Để đáp ứng tối đa nhu cầu tiêu thụ phân đạm, từ năm 2007, công suất nhà máy luôn được chạy tối đa và trong quý 3/2010, công suất được nâng lên 800.000 tấn/năm (gia tăng thêm 60.000 tấn/năm), từ việc thành công hoàn thành hệ thống thu hồi khói thải CO<sub>2</sub>.

Nhà máy đạm Phú Mỹ được thiết kế xây dựng trên công nghệ sản xuất của Ý và Đan mạch - Đây là các công nghệ hàng đầu trên thế giới về sản xuất phân đạm với dây chuyền khép kín, nguyên liệu chính đầu vào là khí thiên nhiên, không khí và đầu ra là ammoniac và urê. Chu trình công nghệ khép kín cùng với việc tự tạo điện năng và hơi nước giúp nhà máy hoàn toàn chủ động trong sản xuất, kể cả khi lưới điện quốc gia có sự cố hoặc không đủ điện cung cấp.

Quy trình sản xuất đã đi vào ổn định, được kiểm soát tốt, và chất lượng phân đạm đồng đều và được nhà nông Việt Nam ưa dùng, PVFCCo có nền tảng vững chắc cho sự phát triển bền vững với tỷ suất sinh lời ổn định và tăng trưởng đều.



Nguồn: PVFCCo

### Cập nhật kết quả hoạt động SX-KD 09 tháng năm 2010

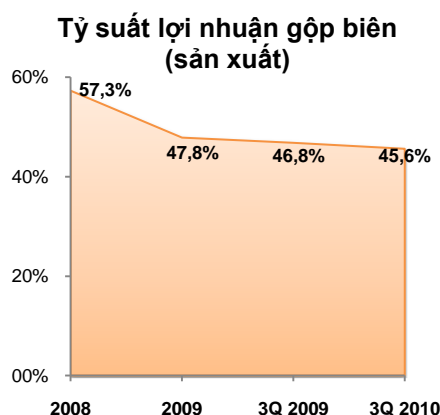
Về doanh thu, lũy kế 09 tháng đầu năm 2010, PVFCCo đạt doanh thu 4.693 tỷ đồng bằng 83% kế hoạch và giảm 7% so cùng kỳ năm 2009, trong đó: phần doanh thu hoạt động nhập khẩu phân bón (976 tỷ đồng) được công ty chủ động thu hẹp mạnh (- 45%) và phần doanh thu sản xuất 3.723 tỷ đồng, tăng 30% về doanh thu. Doanh thu sản xuất tăng chủ yếu từ 02 nhân tố chính: (1) Giá bán bình quân phân urê tăng bình quân khoảng 16% trong thời gian qua; (2) Sản lượng tiêu thụ hàng sản xuất tăng 13%.

Về lợi nhuận trước thuế, lũy kế 09 tháng đầu năm 2010, PVFCCo đạt lợi nhuận trước thuế 1.384 tỷ đồng, tăng 32% so với cùng kỳ và vượt 37% kế hoạch năm, trong đó: (1) hoạt động kinh doanh sản phẩm sản xuất trong nước đạt 1.697 tỷ đồng lợi nhuận gộp, tăng 359 tỷ so cùng kỳ; (2) hoạt động kinh doanh hàng nhập khẩu lỗ 18 tỷ đồng; và (3) hoạt động tài chính đạt 180 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng 120 tỷ đồng so với cùng kỳ (chủ yếu từ tiền lãi tiền gửi ngân hàng).

### Các nhân tố chính tác động lên tăng trưởng doanh thu & lợi nhuận

Kinh doanh sản phẩm sản xuất trong nước là hoạt động đem lại lợi nhuận chính cho PVFCCo, chính yếu là phân urê. Trong năm 2009,





Nguồn: PVFCCo

tỷ suất gộp biên hoạt động này đạt 47,8%, thấp hơn khá nhiều so với tỷ lệ 57,3% của năm 2008, do giá bán bình quân phân urê giảm mạnh từ 6.482 đồng/kg xuống 5.348 đồng/kg. Trong 09 tháng năm 2010, giá bán phân urê bình quân tăng 16% so với cùng kỳ, nhưng chi phí nhiên liệu khí (thường chiếm khoảng 50% giá thành sản phẩm phân urê) tăng mạnh 55% từ 2,2 USD/triệu BTU lên 3,41 USD/triệu BTU, đã làm cho giá vốn hàng bán tăng 33% cao hơn mức tăng doanh thu, làm giảm (-1.2% so với cùng kỳ) tỷ lệ lợi nhuận gộp, xuống mức 45,6% doanh thu. Nhà máy vừa hoàn thành hệ thống thu hồi chất thải CO<sub>2</sub>, làm nâng công suất nhà máy thêm 60.000 tấn/năm từ quý 4/2010, mà không gia tăng đáng kể chi phí đầu vào nguyên liệu khí, và các nhiên liệu phục vụ sản xuất. Do vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp biên cho hàng sản xuất có cơ sở cân bằng tăng trở lại, nhờ vào giá thành hàng sản xuất giảm đi.

Do tình hình cung phân bón không đủ đáp ứng nhu cầu, đặc biệt là phân Urê, trong suốt 09 tháng đầu năm 2010, nhà máy đạm Phú Mỹ luôn chạy hết công suất sản xuất. Do vậy, hoạt động nhập khẩu phân bón, chủ yếu là Urê, với vai trò là nguồn cung bù đắp hàng sản xuất trong nước khi thiếu hụt, được giảm dần cơ cấu bằng 20% tổng doanh thu, thay vì 40% của cùng kỳ 09 tháng đầu năm 2009. Phần giảm tổng doanh thu 7% của PVFCCo so với 09 tháng đầu năm 2009 là do tác động giảm doanh thu hàng nhập khẩu.

Số dư tiền mặt lũy kế tăng cao (3.407 tỷ vào ngày 30/09/2010), có được từ đồng tiền sinh lời sản xuất phân urê và khấu hao thu vốn đầu tư, được PVFCCo tập trung gửi ngân hàng hưởng lãi tiền gửi. Do vậy, doanh thu từ đầu tư tài chính trong 09 tháng đầu năm 2010 tăng gấp 2 lần, so với cùng kỳ năm 2009, chủ yếu thu được lãi tiền gửi ngân hàng.

Theo nhận định của MHBS, 03 nhân tố chính tác động đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của PVFCCo là:

- (1) **Giá khí** : Theo kế hoạch công bố của Tập đoàn khí Việt Nam, lộ trình giá nhiên liệu khí sẽ được điều chỉnh tăng định kỳ hàng năm, trên cơ sở gần với mức giá khí thế giới. Theo dự báo giá khí thế giới trong 2 năm tới có xu hướng không giảm mà giữ nguyên hoặc tăng lên theo đà hồi phục kinh tế thế giới.
- (2) **Giá phân urê**: Trong quý 4/2010, theo dự báo của Hiệp hội Phân bón Việt Nam, lượng hàng tồn kho cả nước không đủ đáp ứng nhu cầu cho vụ lúa đông xuân. Do đó giá bán phân bón sẽ theo chiều hướng tăng so với các quý đầu năm, và PVFCCo sẽ hưởng lợi từ việc tăng giá bán này vào những tháng cuối năm 2010. Tuy nhiên, theo thống kê của Bộ Nông nghiệp & Phát triển Nông thôn, cung phân urê sẽ vượt cầu từ năm 2012. Do vậy, PVFCCo có thể phát sinh rủi ro giảm tỷ suất lợi nhuận gộp do giá bán urê giảm, tỷ lệ tồn kho cao.
- (3) **Tỷ trọng hàng nhập khẩu**: Trong 09 tháng đầu năm 2010, PVFCCo đã cơ cấu giảm tỷ trọng hoạt động kinh doanh hàng

hóa nhập khẩu. Đây là hoạt động không sinh lời cho công ty, chủ yếu được duy trì để bù đắp thiếu hụt cung phân urê do sản xuất trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu.

### **Các nhân tố tác động khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu**

**Khả năng sinh lợi của PVFCCo cao.** Hệ số sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) đạt tỷ lệ trên 20%, đồng thời suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) đạt tỷ lệ cao hơn 25%. Hai hệ số ROA, ROE đã gia tăng trong 9 tháng năm 2010.

Chỉ tiêu	31/12/08	31/12/09	30/09/09	30/09/10
Lợi nhuận ròng biên	21,4%	20,3%	18,3%	26,1%
Vòng quay tổng tài sản	1,18	1,15	0,82	0,69
Đòn bẩy tài chính	1,21	1,13	1,21	1,20
ROA	25,3%	23,4%	15,0%	17,9%
ROE	30,6%	26,5%	18,2%	21,6%

Nguồn: PVFCCo

(1) **Tỷ lệ lợi nhuận ròng biên gia tăng** từ 18% lên 26% là nhân tố chính làm cho hai hệ số này tăng, đủ bù đắp cho sự suy giảm của hệ số vòng quay tổng tài sản. So với cùng kỳ năm 2009, lợi nhuận ròng tăng mạnh 33% (doanh thu giảm 7%) kéo tỷ lệ lợi nhuận ròng biên tăng thêm 8%. Lợi nhuận ròng tăng mạnh là do hoạt động kinh doanh hàng hóa sản xuất trong nước được hưởng lợi lớn khi giá bán ure bình quân tăng khoảng 16% và lợi nhuận từ hoạt động tài chính (chủ yếu tiền lãi cho vay) tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ.

(2) **Hệ số vòng quay tài sản của công ty giảm** từ 0,82 vòng xuống 0,69 vòng do tổng tài sản của PVFCCo tăng 8% so với cùng kỳ năm 2009, chủ yếu tăng khoản mục tiền và đương tiền.

### **Năng lực tài chính & hiệu quả quản lý SX-KD**

Chỉ tiêu	31/12/08	31/12/09	30/09/09	30/09/10
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	32,3	10,5	17,1	11,2
Số ngày phải trả (ngày)	27,2	46,3	72,8	80,9
Số ngày tồn kho (ngày)	87,7	44,7	71,9	78,1
Chu kỳ tiền mặt (ngày)	92,8	8,9	16,2	8,4

Nguồn: PVFCCo

**PVFCCo có cải thiện rất khả quan về luân chuyển dòng tiền trong 09 tháng đầu năm 2010.** Thời gian luân chuyển tiền mặt của 09 tháng đầu năm 2010 giảm mạnh xuống 8,4 ngày/chu kỳ, thay vì 16,2 trong cùng kỳ năm 2009. Nhân tố tác động chính là: (1) Nhờ tình hình cung thiếu cầu trong 09 tháng đầu năm 2010, PVFCCo có thể áp dụng chính sách thu tiền hàng ngay, giảm tỷ lệ cấp tín dụng trả chậm cho khách hàng, nên thời gian khoản phải thu giảm đi đáng kể (11,2 ngày/vòng, trong khi cùng kỳ năm 2009 là 17,1 ngày/vòng); và (2) thời gian các khoản phải trả tăng, giúp cho PVFCCo có thể tận dụng tiền trả nhà cung cấp cho các nhu cầu tiền mặt ngắn hạn và tăng nguồn thu lãi tiền gửi ngân hàng ngắn hạn. Về hàng tồn kho, do chuẩn bị trữ hàng cung cấp phân Urê cho vụ Đông Xuân cuối năm, nên thời gian hàng tồn kho tăng so với cùng kỳ năm 2009.

Chỉ tiêu	31/12/08	31/12/09	30/09/09	30/09/10
Tổng nợ/Tổng tài sản	9,3%	13,3%	16,3%	15,2%

**PVFCCo có cơ cấu tài chính an toàn** – thể hiện qua tỷ trọng nợ thấp (dưới 15% trên giá trị tổng tài sản, nợ phải trả lãi vay chỉ tỷ trọng rất thấp 4,7% trên tổng tài sản). Tuy nhiên, tỷ trọng nợ có xu hướng tăng dần qua các năm, từ 9,3% vào cuối năm 2008 lên 15,2% vào tháng 09/2010,

Nợ dài hạn/Tổng nợ	2,6%	27,9%	22,0%	32,6%
Tiền mặt/Tài sản ngắn hạn	35%	75%	70%	79%
Tăng trưởng tiền mặt	-52%	208%	185%	14%
Thanh toán hiện tại	5,7	6,4	4,9	6,2
Thanh toán nhanh	3,3	3,9	4,0	5,2

Nguồn: PVFCCo

trong đó cơ cấu nợ dài hạn trên tổng nợ tăng mạnh từ 2,6% lên 32,6%. Nguồn nợ dài hạn công ty tăng dần qua các năm, từ 3 tỷ đồng cuối năm 2008 lên 320 tỷ đồng vào ngày 31/09/2010, chủ yếu dùng cho việc đầu tư tài sản cố định. Xét biến động nợ dài hạn từ đầu năm đến cuối tháng 09/2010, thì nợ dài hạn tăng thêm 100 tỷ đồng.

**PVFCCo có số dư tiền mặt cao – 3.407 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 79% trên tổng tài sản ngắn hạn** (vào ngày 31/09/2010). Cùng với việc sử dụng nợ rất thấp, nên khả năng thanh toán nợ và các khoản chi phí ngắn hạn của công ty rất cao, đảm bảo hoạt động sản xuất kinh doanh công ty thông suốt, nhịp nhàng. Bằng chứng là các chỉ số về khả năng thanh toán hiện tại, thanh toán nhanh rất cao, và tăng qua các năm. Riêng trong 09 tháng đầu năm 2010, chốt ngày 31/09/2010, tỷ lệ thanh khoản nhanh của PVFCCo là 5,2, tăng 33% so với ngày 31/12/2009, trong khi 02 năm trước tỷ lệ này bằng khoảng ½ tỷ số thanh toán hiện tại. Lý do là công ty đã giảm đi rất lớn lượng hàng tồn kho so với đầu năm 2010 và nắm giữ lượng tiền mặt khá lớn. Tỷ trọng tiền mặt trên tổng vốn lưu động bình quân hàng năm khoảng 60%, riêng chốt vào ngày 31/09/2010 thì ở mức 94%, tăng 4% so với ngày 31/12/2009. Hiện tại PVFCCo đã sử dụng nguồn tiền này để gửi ngân hàng và cho vay ngắn hạn. Theo nhận định của chúng tôi, vốn lưu động ròng quá lớn (chủ yếu là tiền) làm tăng khả năng an toàn về mặt thanh khoản cho công ty nhưng lại hạn chế hiệu quả sử dụng đồng vốn.

### **Hoạt động đầu tư** (chi tiết dự án xem phần phụ lục)

**PVFCCo có định hướng phát triển trọng điểm, không dàn trải đa dạng nhiều lĩnh vực.** Định hướng đầu tư của công ty vào các dự án trong chuỗi giá trị tạo sản phẩm chính của công ty, do vậy công ty chủ động trong mạng lưới phân phối, kiểm soát được chi phí sản xuất.

PVFCCo sở hữu 05 công ty con hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh phân bón, hóa chất và 1 công ty con sản xuất bao bì cung cấp cho nhà máy Đạm Phú Mỹ. Các công ty con được phân bố rải đều khắp các vùng miền chính của đất nước và tập trung kinh doanh sản phẩm chính phân bón và hóa chất. Hệ thống phân phối của PVFCCo gồm 42 cửa hàng trực thuộc, 58 đại lý cấp 1 và hơn 3.650 cửa hàng phân phối trực tiếp sản phẩm.

Điểm nhấn đầu tư hiện tại của công ty là dự án NPK. Nhà máy này được đặt tại Phú Mỹ, Bà Rịa - Vũng Tàu, có công suất thiết kế là 400.000 tấn/năm, vốn đầu tư 65 triệu USD, theo kế hoạch đi vào vận hành sản xuất vào năm 2013. Sản phẩm NPK mới có chất lượng nổi trội so với với các sản phẩm NPK hiện có trên thị trường.

Ngoài ra, PVFCCo còn tham gia liên kết, liên doanh với một số công ty trong ngành khí nhằm gia tăng giá trị cho công ty. Tuy nhiên, theo đại diện PVFCCo thì hoạt động liên kết, liên doanh chưa



mang lại hiệu quả do đang trong quá trình đầu tư ban đầu.

**PVFCCo đang tiến hành đầu tư một số dự án sản xuất phân bón và hóa chất nhưng tiến độ triển khai khá chậm.** Nguyên nhân do vướng mắc thủ tục trong hoạt động đầu tư ra nước ngoài (các dự án xây dựng nhà máy ở nước ngoài), do thị trường bất động sản không thuận lợi (dự án Trung tâm thương mại Cửu Long), do công tác đánh giá lại tác động đến môi trường (các dự án xây dựng nhà máy tại Phú Mỹ).

**SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT**

PVFCCo là một trong những doanh nghiệp có quy mô vốn hóa lớn nhất thị trường. Chúng tôi nhận thấy không có các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành và cùng quy mô để tiến hành so sánh với công ty. Do đó, chúng tôi thực hiện so sánh các chỉ số thị trường của PVFCCo với Top 30 doanh nghiệp có vốn hóa lớn đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

EPS của PVFCCo cao hơn nhưng hệ số P/E lại thấp hơn bình quân nhóm. Điều này cho thấy thị trường đang định giá thấp cổ phiếu DPM trong tương quan so sánh với các doanh nghiệp cùng nhóm xét theo tiêu chí vốn hóa thị trường.

STT	Mã	Giá	Chỉ số thị trường			
			EPS 4Q	BV	P/E	P/B
1	VCB	32,400	3,500	15,223	9.3	2.1
2	VNM	84,000	9,906	20,694	8.5	4.1
3	CTG	19,000	2,994	11,319	6.3	1.7
4	HAG	77,500	6,744	24,596	11.5	3.2
5	ACB	23,500	2,903	13,341	8.1	1.8
6	EIB	13,700	1,248	13,438	11.0	1.0
7	FPT	72,000	6,531	19,473	11.0	3.7
8	STB	14,900	3,018	14,341	4.9	1.0
9	<b>DPM</b>	<b>34,200</b>	<b>4,338</b>	<b>15,150</b>	<b>7.9</b>	<b>2.3</b>
10	HPG	37,900	4,014	19,756	9.4	1.9
11	PVD	51,500	3,226	22,062	16.0	2.3
12	KBC	29,000	3,344	13,291	8.7	2.2
13	SSI	23,500	2,608	15,689	9.0	1.5
14	VCG	20,800	2,018	7,346	10.3	2.8
15	OGC	23,000	2,971	13,307	7.7	1.7
16	POM	29,700	3,687	14,696	8.1	2.0
17	SJS	51,500	7,385	20,954	7.0	2.5
18	KDC	51,000	5,169	28,687	9.9	1.8
19	PVX	20,200	3,115	12,184	6.5	1.7
20	ITA	14,400	1,669	15,828	8.6	0.9
21	PVS	24,200	4,062	17,619	6.0	1.4
22	PDR	32,800	1,645	11,730	19.9	2.8
23	DIG	38,000	5,587	23,493	6.8	1.6
24	PPC	11,000	1,480	13,406	7.4	0.8
<b>Bình quân</b>			<b>3,882</b>	<b>16,568</b>	<b>8.5</b>	<b>1.8</b>

Nguồn: MHBS

Ghi chú: Thứ tự sắp xếp theo giá trị vốn hóa giảm dần

EPS 4 quý gần nhất, BV tại 30/09/2010, Giá ngày 12/11/2010

Danh sách trên không bao gồm 6 công ty có P/E lớn hơn 20 lần (BVH, MSN, VIC, PVF, SQC, VPL)

**PHÂN TÍCH SWOT**

<p><b>Thế mạnh (S)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Thương hiệu " Đạm Phú Mỹ " rộng khắp trên thị trường, sản phẩm có chất lượng cao, được bà con nông dân tin nhiệm trong cả nước.</li> <li>- Hệ thống các công ty con thành viên, nhà phân phối phủ khắp nước, tạo lợi thế cạnh tranh và chủ động trong phân phối sản phẩm, xây dựng thương hiệu... cũng như các hoạt động mở rộng quy mô sản xuất, sản phẩm mới trong tương lai.</li> <li>- PVFCCo đứng đầu về thị phần (50%) phân ure cả nước, do đó công ty có khả năng điều phối giá phân ure của thị trường trong nước so với các doanh nghiệp sản xuất, nhập khẩu khác.</li> <li>- Nguồn nguyên liệu chính (khí) được Tập đoàn dầu khí đảm bảo cung cấp ổn định với giá ưu đãi thấp.</li> <li>- Luồng luân chuyển vốn lưu động trơn tru, ổn định và năng lực tài chính mạnh. Quỹ tiền mặt thường lớn tạo thuận lợi cho đầu tư dự án hoàn thiện quy trình sản xuất, sản phẩm mới, giảm việc sử dụng vốn vay với lãi suất cao.</li> <li>- Khấu hao nhà máy Đạm đã hoàn thành trong quý 3/2010, tăng sức cạnh tranh về giá thành, và tăng thêm quỹ tiền mặt cho công ty.</li> </ul>	<p><b>Cơ hội (O)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ngành nông nghiệp Việt Nam đang trong quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa, và trọng tâm phục vụ cho hàng xuất khẩu cho quốc gia. Do đó, nhu cầu sử dụng phân bón, các hóa chất dùng trong nông nghiệp sẽ tăng cao. Đây là cơ hội tăng trưởng doanh thu cho doanh nghiệp sản xuất kinh doanh trong lĩnh vực này.</li> <li>- Trong giai đoạn 2010-2012 nhu cầu phân ure trong nước vẫn cao hơn cung trong nước, do đó công ty không cần lo lắng về thừa cung, tập trung cho các hoạt động đầu tư phát triển bán hàng &amp; hiệu quả sản xuất.</li> <li>- Các loại phân bón khác thị trường trong nước còn chưa đáp ứng được vẫn phải nhập khẩu như: SA, DAP... với lợi thế về thương hiệu, công ty sẽ có nhiều cơ hội trong việc cung cấp các loại phân bón này.</li> </ul>
<p><b>Điểm yếu (W)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ngoài hoạt động sản xuất, PVFCCo còn thực hiện bình ổn thị trường phân bón trong nước, do đó công ty phải thực hiện nhập khẩu phân bón. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận kinh doanh phân bón nhập khẩu thấp do công tác dự báo biến động thị trường chưa tốt.</li> <li>- Tập đoàn dầu khí nắm số lượng lớn cổ phần, khả năng chi phối lớn, dẫn đến thiếu sự năng động trong hoạt động kinh doanh, nhiều quyết định phải chờ sự thông qua từ Tập đoàn.</li> <li>- PVFCCo lệ thuộc hoàn toàn vào dung lượng &amp; giá khí cung cấp từ PVN. Nên rủi ro về nhà cung cấp rất cao. Theo lộ trình PVN tăng giá khí sát với giá khí chung thế giới, PVFCCo sẽ có rủi ro tăng giá thành sản xuất.</li> </ul>	<p><b>Thách thức (T)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Biến động bất thường khó dự báo từ thị trường phân bón thế giới, đặc biệt sự cạnh tranh mạnh mẽ và biến động từ thị trường phân bón Trung Quốc – hiện là nhà sản xuất hàng đầu thế giới, sẽ là thách thức lớn đối với hoạt động kinh doanh của công ty.</li> <li>- Nguồn cung phân ure, sản phẩm chính của công ty sẽ dư thừa từ năm 2012, tạo áp lực tiêu thụ lớn cho công ty.</li> <li>- Thời tiết, khí hậu những năm gần đây thay đổi rất thất thường, ảnh hưởng đến mùa màng, nhiều khả năng giảm nhu cầu phân bón.</li> </ul>

**PHÂN TÍCH NGÀNH PHÂN BÓN****Tác động từ phía nhà cung cấp : cao**

**Đối với các doanh nghiệp sản xuất phân bón, áp lực từ nhà cung cấp là tương đối lớn** khi giá cả nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất gia tăng như: giá điện, giá khí, giá than, chi phí tiền lương, nguyên vật liệu đều có xu hướng tăng do áp lực của lạm phát. Tuy nhiên, với chính sách đảm bảo nguồn cung cấp và hỗ trợ giá thấp về khí tự nhiên, than đá và điện của Chính phủ cho các nhà máy sản xuất phân bón thì áp lực từ nhà cung cấp được nhẹ đi nhiều.

**Tác động từ phía nhu cầu: trung bình**

**Nhu cầu lớn cho ngành sản xuất phân bón trong nước.** Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, hàng năm ngành nông nghiệp Việt Nam cần khoảng 9-10 triệu tấn phân bón các loại, trong khi đó sản xuất trong nước chỉ mới đáp ứng được 50-60%. Đối với mặt hàng phân ure, cung chỉ vượt cầu từ sau năm 2012. Ngoài ra, xu hướng tăng thâm canh, nâng cao năng suất cây trồng, đất đai ngày càng bị bạc màu thì nhu cầu sử dụng phân bón ngày càng tăng lên.

**Sản phẩm thay thế: thấp**

**Đối với lĩnh vực nông nghiệp, phân bón là yếu tố sản xuất cấp thiết và không thể thay thế.** Nhu cầu phân bón của Việt Nam được dự báo ổn định và sẽ tăng nhẹ hàng năm tùy theo tình hình sản xuất nông nghiệp.

**Rào cản thị trường và các đối thủ tiềm năng: cao**

**Rào cản thị trường cho ngành sản xuất phân bón trong nước là tương đối lớn, ít có khả năng xuất hiện các đối thủ lớn tiềm ẩn.** Lĩnh vực sản xuất phân bón đòi hỏi phải có kinh nghiệm, quy trình công nghệ hiện đại mới đủ sức cạnh tranh, vốn đầu tư xây dựng nhà máy mới lớn, thị trường đầu ra sẽ rất khó khăn cho các doanh nghiệp mới tham gia vào ngành do đòi hỏi phải có thương hiệu, việc xuất khẩu bị hạn chế...

**Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành: trung bình**

**Sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp sản xuất trong nước là không cao, chủ yếu cạnh tranh về thương hiệu, hệ thống phân phối** do nhu cầu phân bón trong nước cao hơn so với khả năng sản xuất. Tuy nhiên, ngành sản xuất phân bón trong nước sẽ phải cạnh tranh gay gắt với phân bón nhập khẩu, đặc biệt từ thị trường Trung Quốc. Tuy nhiên, hiện với chính sách bảo hộ các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước của Chính phủ, thì phân bón nhập khẩu phân bón sẽ được kiểm soát về khối lượng nhập khẩu. Giá phân bón sản xuất trong nước được Nhà Nước ấn định khung giá để đảm bảo ổn định về mặt chi phí cho nhà nông. Hơn nữa, thực tế đồng ngoại tệ tăng giá đã làm giá phân bón nhập khẩu kém sức cạnh tranh với phân bón sản xuất trong nước.

**VỊ THÈ CỦA PVFCCo TRONG NGÀNH**

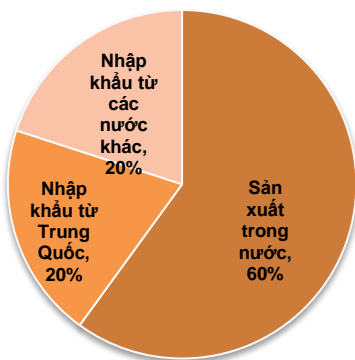
**PVFCCo đã tạo dựng được vị thế là nhà sản xuất và cung cấp phân ure lớn nhất nước và có sự chi phối đáng kể đối với giá bán sản phẩm này trên thị trường Việt Nam.** Hiện tại, với công suất 800.000 tấn ure/năm của nhà máy Đạm Phú Mỹ đáp ứng khoảng 50% nhu cầu, nhà máy Đạm Hà Bắc với công suất 180.000 tấn/năm đáp ứng khoảng 9% thị trường phân ure trong nước, phần còn lại chủ yếu được nhập khẩu. Ngoài sản xuất PVFCCo còn tiến hành nhập khẩu số lượng lớn phân ure để cung cấp cho thị trường nội địa.

Tuy nhiên, từ sau năm 2012 vị thế này của công ty có khả năng bị ảnh hưởng đáng kể khi nguồn cung ure trong nước tăng cao vượt nhu cầu. Nguồn cung mới này đến từ sự hoạt động của nhà máy Đạm Cà Mau, Đạm Ninh Bình, hoàn thành nâng công suất nhà máy Đạm Hà Bắc.

PVFCCo đã nhận thấy rủi ro cạnh tranh gay gắt, rủi ro thu hẹp thị phần... khi các nhà máy trên đi vào hoạt động, nên công ty đã chủ trương xuất khẩu thử nghiệm sản phẩm ra nước ngoài, chuẩn bị triển khai đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất các loại phân khác, như: NPK, DAP, SA và các hóa chất phục vụ nông nghiệp như NH<sub>3</sub>, Ammonia nitrate, axit sulphur.

## THỰC TRẠNG NGÀNH PHÂN BÓN VIỆT NAM VÀ TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN

Thị trường phân bón Việt Nam



Nguồn: MHBS tổng hợp

Giá ure trên thị trường thế giới  
(10/2006 - 10/2010)



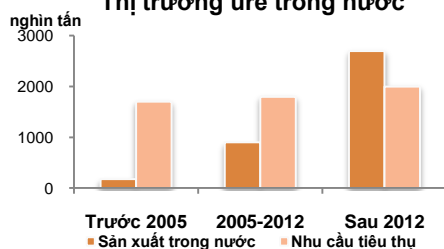
Nguồn: mongabay.com

World Urea Supply/Demand Balance  
(million metric tonnes urea)

	2010	2011	2012	2013	2014
Supply					
Capacity	179.1	188.3	198.5	206.9	222.1
Total Supply*	155.6	162.9	169.9	179.1	193.4
Demand					
Fertilizer Demand	133.7	139.5	143.6	148.8	152.6
Non-fertilizer Use	17.5	18.9	19.9	20.9	21.9
Total Demand	151.2	158.3	163.5	169.7	174.5
Balance	4.4	4.5	6.4	9.4	18.9
% of Supply	3%	3%	4%	5%	10%

Source: M. Prud'homme, IFA, June 2010

Thị trường ure trong nước



Nguồn: MHBS tổng hợp

Việt Nam là nước nông nghiệp do đó nhu cầu phân bón phục vụ sản xuất nông nghiệp là rất lớn và gia tăng hàng năm. Theo ước tính của Tổng Công ty Hoá chất Việt Nam, nhu cầu phân bón các loại của cả nước năm 2009 là 7,8 triệu tấn. Năm 2010 nhu cầu phân bón các loại tăng lên khoảng 8,9 - 9,1 triệu tấn. Trong khi đó sản lượng phân bón sản xuất trong nước mới đạt khoảng 5,6 triệu tấn. Để đáp ứng đủ nhu cầu, phải nhập khẩu thêm khoảng 3,3 triệu tấn phân bón các loại. Thực tế 10 tháng năm 2010 nhập khẩu phân bón đạt 2,43 triệu tấn. (số liệu Tổng cục thống kê)

Thị trường phân bón Việt Nam hiện nay vẫn phụ thuộc chủ yếu vào nhập khẩu. Công nghiệp sản xuất phân bón nội địa Việt Nam mới chỉ đáp ứng được khoảng 50-60% nhu cầu về ure, 100% phân lân nung chảy và NPK từ lân nung chảy, các loại khác như SA, Kali... đang phải nhập khẩu 100%.

Về thị trường, Trung Quốc là thị trường cung cấp phân bón chủ yếu của Việt Nam, chiếm trên 50% tổng kim ngạch nhập khẩu phân bón của Việt Nam. Do đó các chính sách điều tiết xuất nhập khẩu phân bón của Trung Quốc có tác động nhanh chóng và trực tiếp tới thị trường Việt Nam.

Giá phân bón trên thị trường thế giới từ đầu năm 2010 biến động theo chiều hướng tăng nhẹ do cung có xu hướng giảm so với nhu cầu. Nguồn cung giảm do Trung Quốc thu hẹp sản xuất (ảnh hưởng xấu đến môi trường) và mức thuế xuất khẩu phân bón của Trung Quốc từ tháng 04/2010 tăng từ 35% lên 135%, đẩy giá phân bón trên thị trường thế giới tăng theo. Giá phân bón trên thị trường Việt Nam diễn biến cùng chiều với thị trường thế giới.

Tuy nhiên, giá ure thế giới trong dài hạn sẽ có áp lực giảm giá do nguồn cung ngày càng vượt nhu cầu tiêu thụ. Năm 2014, ure thế giới dư thừa khoảng 10% so nguồn cung.

Tiềm năng phát triển cho ngành sản xuất phân bón trong nước là khá lớn khi nhu cầu phục vụ cho nông nghiệp ngày càng tăng và nguồn cung sản xuất trong nước chưa đáp ứng đủ nhu cầu. Riêng phân ure, nhu cầu hàng năm của Việt Nam từ 1,7 - 2 triệu tấn. Từ sau năm 2012 thì cung ure trong nước sẽ vượt cầu do các nhà máy đạm trong nước bắt đầu hoàn



thành nâng công suất như Đạm Hà Bắc (500.000 tấn/năm), hoàn thành xây dựng mới như: Đạm Cà Mau (800.000 tấn/năm), Đạm Ninh Bình (560.000 tấn/năm). Khi đó xu hướng xuất khẩu ure sẽ thay thế tình trạng nhập khẩu hiện nay, đồng thời sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp sản xuất ure trong nước cũng trở nên gay gắt hơn.

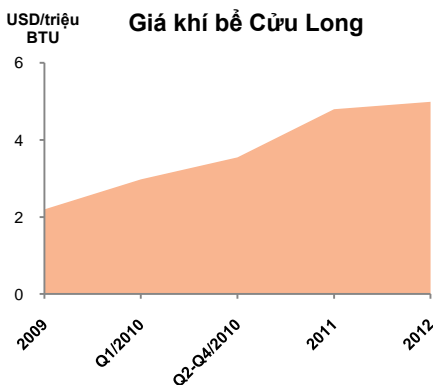
**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2010 VÀ TRIỂN VỌNG NHỮNG NĂM SAU**

**Dự báo giá phân đạm quý 4/2010**

Theo hiệp hội phân bón Việt Nam, lượng ure sản xuất trong quý 4/2010 và tồn kho cả nước không đủ đáp ứng nhu cầu tiêu thụ cho vụ Đông Xuân (khoảng 500.000 tấn ure). Chính vì cung không đáp ứng đủ cầu nên giá phân bón trong nước đã gia tăng mạnh từ đầu tháng 11/2010. PVFCCo đã điều chỉnh giá phân ure từ 6.800 đồng/kg lên 7.400 đồng/kg.

**Dự báo giá khí năm 2011**

**Kết quả kinh doanh của PVFCCo từ năm 2011 phụ thuộc nhiều vào giá nguyên liệu khí mua từ tổng công ty khí Việt Nam (PV Gas).** Hiện nay, giá khí bán cho nhà máy điện và đạm được thực hiện theo chính sách hỗ trợ do Chính phủ quy định. Chúng tôi đã trao đổi với PVFCCo về giá mua khí của công ty năm 2011 nhưng theo đại diện công ty thì giá mua vẫn chưa được Tập đoàn dầu khí quyết định. Theo báo cáo phân tích Tổng Công ty Khí Việt Nam trong đợt IPO tháng 11/2010 thì giá khí bán đối với bể Cừu Long từ 01/03/2011 là 4,8 USD/triệu BTU, trượt giá 4%/năm. PVFCCo mua nguyên liệu khí từ bể này nên chúng tôi giả định công ty sẽ phải chịu mức giá khí đầu vào theo lộ trình trên.

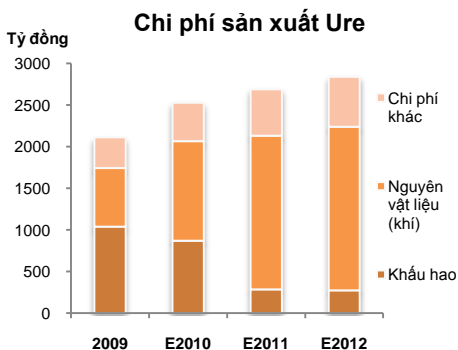


Nguồn: PVFCCo, PV Gas

**Dự báo giá thành sản xuất và chi phí hoạt động từ năm 2010**

Chúng tôi chỉ phân tích hoạt động sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sản xuất, chủ yếu là phân urê.

Giá thành của phân đạm hiện tại là 3.400 đồng, theo tính toán của MHBS. Chi phí sản xuất 1 tấn phân đạm Phú Mỹ bao gồm chi phí khấu hao nhà máy, chi phí nguyên vật liệu (chủ yếu là khí mua từ Tập đoàn) và các khoản chi phí khác. Trong đó, chiếm tỷ trọng cao nhất là chi phí khấu hao 50%, với mức khấu hao trung bình hàng năm khoảng 1.000 tỷ đồng, kể đến là chi phí mua khí khoảng 700 tỷ đồng/năm (2009), còn lại là các khoản chi phí khác, chiếm 17%. Tuy nhiên, từ năm 2010 trở đi, các khoản mục chi phí chính có sự thay đổi lớn.



Nguồn: MHBS dự báo

- Năm 2010 chi phí khấu hao nhà máy còn lại khoảng 600 tỷ đồng đã được hoàn thành vào quý 3/2010, cộng các khoản mục khấu hao tài sản khác khoảng 200 tỷ đồng. Do đó chi phí sản xuất ure sẽ giảm khoảng 200 tỷ đồng. Giá khí bình quân năm 2010 là 3,41 USD/triệu BTU, tăng 55% so với năm 2009 làm tổng chi phí sản xuất ure tăng thêm khoảng 500 tỷ đồng. Các khoản chi phí khác (bảo dưỡng, nhân công, vận hành...) gia tăng khoảng 100 tỷ đồng. Như vậy tổng chi phí sản xuất ure năm 2010 đã có sự thay đổi lớn trong cơ cấu và cả số tuyệt đối. Chi phí tăng khoảng 400 tỷ đồng làm giá thành tăng 15% so với năm 2009 (giá thành năm 2009 khoảng 3.000 đồng/kg).
- Năm 2011 chi phí khấu hao giảm mạnh. Chúng tôi ước tính khấu

hao năm 2011 chỉ còn khoảng 250 - 300 tỷ đồng, do đó chi phí sản xuất ure giảm 750-800 tỷ đồng. Giá khí năm 2011 giả định là 4,8 USD/triệu BTU, tăng 40% so năm 2010, làm tổng chi phí sản xuất tăng thêm khoảng 850 – 900 tỷ đồng. Chi phí khác giữ nguyên mức tăng 100 tỷ đồng năm 2010. Tổng chi phí tăng khoảng 200 tỷ đồng nhưng sản lượng sản xuất ure tăng thêm 60.000 tấn. Chúng tôi nhận thấy lợi nhuận từ sản lượng ure tăng thêm đủ bù đắp cho sự gia tăng chi phí này. Giá thành sản phẩm năm 2011 hầu như không thay đổi so với năm 2010.

Bài toán giá thành năm 2011 phụ thuộc nhiều vào giá bán khí từ PVN. Trong trường hợp PVFCCo được ưu đãi giá mua khí thấp hơn 4,8 USD/triệu BTU thì giá thành sản xuất sẽ thấp hơn ước tính của chúng tôi.

#### Dự báo doanh thu & lợi nhuận trước thuế năm 2010

Theo kế hoạch, quý 4/2010 PVFCCo sẽ cung cấp ra thị trường khoảng 300.000 tấn phân ure để cung ứng cho vụ Đông Xuân (50% là ure nhập khẩu). MHBS dự tính quý 4/2010 PVFCCo đạt doanh thu khoảng 1.800 tỷ đồng và khoảng 500 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Do vậy, **lũy kế năm 2010, PVFCCo đạt 6.468 tỷ đồng doanh thu, vượt 15% kế hoạch và 1.918 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, vượt 90% kế hoạch, tăng 26% so với năm 2009.**

#### Mô hình định giá cổ phiếu DPM

Chúng tôi sử dụng mô hình định giá dòng tiền tự do để định giá cổ phiếu DPM trên cơ sở dòng tiền từ hoạt động kinh doanh sản phẩm sản xuất, không tính đến các tiềm năng nguồn thu nhập từ các dự án đang triển khai của công ty.

Các giả định chính là:

- Hoạt động sản xuất phân ure trong nước đạt công suất ổn định trong các năm 2010-2012.
- Giá khí đầu vào theo lộ trình trên, giá bán ure tăng 5%/năm (thực tế năm 2010 giá bán tăng 16% so với năm 2009).
- Kinh doanh nhập khẩu hàng hóa của công ty tăng trưởng mỗi năm 5%, tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu tiếp tục duy trì ở mức thấp 2-2,5%.
- Chi phí nợ là 13,5%, lãi suất chiết khấu  $Re = 18\%$ ,  $WACC = 17,2\%$ , tỷ lệ tăng trưởng ổn định là 6%
- P/E bình quân là 8,5 lần; P/B bình quân là 1,8 lần.
- Giá trị sổ sách tại thời điểm 30/09/2010 là 15.056 đồng/CP, công ty không tăng vốn.

Giá trị hợp lý của PVFCCo theo các phương pháp định giá lựa chọn (FCFE, FCFF, P/E, P/B) chúng tôi sử dụng ước tính vào khoảng **43.000đồng/cổ phần**. Đây là mức định giá trên cơ sở thận trọng, do không thể ước lượng doanh thu, lợi nhuận từ các dự án trong tương lai

#### Kết quả kinh doanh 2010 – 2012

Chỉ tiêu	2010	2011	2012
Doanh thu thuần (tỷ)	6.468	7.113	7.459
Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	1.708	1.877	1.859
EPS (đồng)	4.522	4.971	4.923

Nguồn: MHBS dự báo

của công ty và giả định hoạt động kinh doanh phân bón nhập khẩu đạt tỷ suất lợi nhuận thấp trong tương lai.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ			
Phương pháp	Giá	Trọng số	Giá trị đóng góp
FCFF	50.123	30%	15.037
FCFE	49.339	30%	14.802
P/E (BQ 8,5x)	36.865	20%	7.373
P/B (BQ 1,8x)	27.620	20%	5.524
Giá hợp lý cổ phiếu DPM			42.736

**PHỤ LỤC**
**Ban lãnh đạo PVFCCo**

<b>Hội Đồng Quản Trị</b>		<b>Trình độ chuyên môn</b>
Nguyễn Xuân Thắng	Chủ tịch	Tiến sĩ kinh tế dầu khí
Bùi Quang Hưng	Ủy viên	Kỹ sư xây dựng
Nguyễn Thị Hiền	Ủy viên	Cử nhân kinh tế
Phạm Đăng Nam	Ủy viên	Thạc sĩ quản trị kinh doanh
Nguyễn Đức Hòa	Ủy viên	Kỹ sư xây dựng
<b>Ban điều hành</b>		
Cao Hoài Dương	Tổng giám đốc	Thạc sĩ công nghệ Hóa dầu
Nguyễn Đức Thành	Phó TGD	Kỹ sư xây dựng
Lê Văn Quốc Việt	Phó TGD	Cử nhân kinh tế
Từ Cường	Phó TGD	Kỹ sư Công nghệ Hóa hữu cơ
Nguyễn Văn Tòng	Phó TGD	Cử nhân tài chính
Chu Thị Hiền	Phó TGD	Kỹ sư dầu khí
Nguyễn Hồng Vinh	Phó TGD	Kỹ sư nông nghiệp
Huỳnh Kim Nhân	Kế toán trưởng	Cử nhân tài chính kế toán
<b>Ban kiểm soát</b>		
Trần Thị Phương Thảo	Trưởng Ban	Cử nhân ngoại thương
Nguyễn Văn Hòa	Thành viên	Cử nhân ngân hàng
Lê Vinh Văn	Thành viên	Cử nhân tài chính kế toán

**Hoạt động đầu tư**

Danh sách công ty con, công ty liên doanh – liên kết

STT	Tên công ty con	Vốn điều lệ (Tỷ)	Nơi thành lập và hoạt động	Tỷ lệ sở hữu (%)	Hoạt động chính
1	Công ty TNHH MTV Thương mại dịch vụ Phân bón và Hóa chất dầu khí	500	TP.HCM	100	Kinh doanh phân bón và hóa chất
2	Công ty TNHH MTV Phân bón hóa chất dầu khí Miền Trung	80	Bình Định	100	Kinh doanh phân bón và hóa chất
3	Công ty TNHH MTV Phân bón hóa chất dầu khí Miền Tây Nam Bộ	100	Cần Thơ	100	Kinh doanh phân bón và hóa chất
4	Công ty TNHH MTV Phân bón hóa chất dầu khí Đông Nam Bộ	85	TP.HCM	100	Kinh doanh phân bón và hóa chất
5	Công ty TNHH MTV Phân bón hóa chất dầu khí Miền Bắc	65	Hà Nội	100	Kinh doanh phân bón và hóa chất
6	Công ty CP Bao bì Đạm Phú Mỹ	42	Vũng Tàu	51	Sản xuất bao bì
7	Công ty cổ phần quản lý và phát triển nhà dầu khí Miền Nam (PVSD)	55	TP.HCM	60	Kinh doanh bất động sản
STT	Tên công ty liên kết	Vốn điều lệ (Tỷ)	Tỷ lệ sở hữu (%)	Giá trị góp vốn tại ngày 30/09/2010 (tỷ)	Số lượng cổ phần nắm giữ
1	Tổng công ty dung dịch khoan và hóa phẩm dầu khí (DMC)	145	8,25	22,2	1.620708
2	Công ty cổ phần xử lý tổng hợp và hóa dầu PVTEX Đình Vũ	1.800	15	270	
3	Công ty cổ phần công nghệ thông tin, viễn thông và tự động hóa dầu khí	36	10	3,6	
4	Công ty cổ phần phát triển đô thị dầu khí (PVC-CM)	100	20	24,2	2.000.000
5	Công ty cổ phần thể thao - văn hóa dầu khí	10	10	1	
6	Dự án 43 Mạc Đĩnh Chi, Quận 1, Tp.HCM			182,2	



Tháng 07/2010 Hội đồng quản trị quyết định tham gia góp vốn thành lập công ty cổ phần Bao bì Dầu khí Việt Nam (PSP). PVFCCo sẽ góp 19% trong 25 tỷ đồng vốn điều lệ của PSP.

### Cập nhật dự án đầu tư của PVFCCo

Quý 3/2010, PVFCCo đã chạy thử và đưa hệ thống thu hồi khói thải CO<sub>2</sub> của nhà máy Đạm Phú Mỹ đi vào hoạt động, nâng công suất nhà máy lên 800.000 tấn ure/năm, bổ sung cho thị trường trong nước 60.000 tấn ure/năm. Riêng năm 2010 cung cấp thêm cho thị trường 15.000 tấn ure.

**Dự án Trung tâm thương mại Cửu Long tại Cà Mau.** Đây là dự án do PVFCCo làm chủ đầu tư với tổng vốn khoảng 400 tỷ chia làm nhiều giai đoạn. Dự án đã khởi công cuối năm 2008 và khánh thành ngày 8/1/2010. Chúng tôi đã có buổi trao đổi trực tiếp với công ty về doanh thu, lợi nhuận hoạch toán của dự án này. Theo người đại diện công ty cho biết hiện tại dự án đã bắt đầu khai thác nhưng vẫn còn trong quá trình đàm phán với khách hàng về việc thời hạn thuê, quy mô thuê. Do đó chưa có con số ước đoán cụ thể doanh thu và lợi nhuận của dự án này.

**Dự án nhà máy Đạm Cà Mau:** PVFCCo được Tập đoàn dầu khí giao công tác chuẩn bị cho việc tiếp nhận vận hành nhà máy vào năm 2012. Theo thông tin chúng tôi trao đổi với đại diện PVFCCo vào tháng 03/2010 thì Tập đoàn Dầu khí Việt Nam đang xây dựng phương án chuyển giao để PVFCCo trình Đại hội đồng cổ đông. Theo vị đại diện này, việc mua lại nhà máy đạm Cà Mau sẽ mang lại nhiều lợi ích cho công ty trong tương lai, do đó trong thời gian tới PVFCCo sẽ tiến hành thực hiện một báo cáo chi tiết công bố, giải thích cặn kẽ về dự án nhà máy đạm Cà Mau để trình cổ đông nhằm thông qua kế hoạch mua lại nhà máy đạm Cà Mau (trước đây cổ đông không đồng ý kế hoạch mua lại do chi phí đầu tư lớn, không nhận được ưu đãi về giá khí ...). Tuy nhiên trong buổi trao đổi mới nhất với chúng tôi (cuối tháng 10/2010), đại diện PVFCCo cho biết vẫn chưa nhận được phương án, kế hoạch chuyển giao nhà máy đạm Cà Mau từ PVN.

Ngoài ra, PVFCCo cũng đang triển khai xây dựng nhà máy NPK (vốn đầu tư 65 triệu USD) và tiến hành nghiên cứu các dự án tiềm năng khác như: nhà máy sản xuất NH<sub>3</sub> (vốn đầu tư 350 triệu USD, triển khai 2012-2014); nhà máy Ammonia nitrate ( vốn đầu tư 160 triệu USD, triển khai 2011-2013); dự án DAP tại Ma-rốc.

### Chính sách cổ tức, tỷ lệ trích lập các quỹ

Căn cứ điều lệ của công ty, chính sách cổ tức và trích lập các quỹ như sau:

Kết thúc niên độ tài chính, Hội đồng quản trị có trách nhiệm xây dựng phương án phân phối lợi nhuận và trích lập các quỹ để trình Đại hội đồng cổ đông. Tỷ lệ trích lập các quỹ được quy định như sau:

STT	Quỹ trích lập	Tỷ lệ trích/LNST
1	Đầu tư phát triển	15,00%
2	Dự phòng tài chính	10,00%
3	Khen thưởng phúc lợi	4,95%
4	Thưởng ban quản lý điều hành	0,05%

Tình hình thực hiện chi trả cổ tức của công ty

Hình thức trả cổ tức	2008	2009	E2010
Bằng tiền (%/mệnh giá)	20%	20%	13%

Tháng 8/2010, PVFCCo đã tiến hành chi trả cổ tức đợt 1 năm 2010 với tỷ lệ 10% (1.000 đồng/cổ phiếu).

**Giao dịch cổ đông lớn và cổ đông nội bộ, mua – bán cổ phiếu quỹ**

Người Tổ chức thực hiện	Mối quan hệ với công ty	Giao dịch		Số CP nắm giữ		Thời gian thực hiện	Mục đích
		Loại	Khối lượng	Trước giao dịch	Sau giao dịch		
Mua cổ phiếu quỹ		Mua	1.352.260	1.000.000	2.352.260	21/07/2010 - 21/10/2010	Bình ổn giá thị trường
PVF	Cổ đông	Đăng ký Bán	40.800	6.191.960	6.151.160	15/10/2010 - 15/12/2010	Bán cho khách hàng ủy thác
PVF	Cổ đông	Bán	97.200	6.289.160	6.191.960	30/06/2010 - 04/08/2010	Bán cho khách hàng ủy thác
Phan Đình Đức	Tổng giám đốc	Mua	7.000	3.000	10.000	25/05/2010 - 25/07/2010	Tăng sở hữu
Bùi Quang Hưng	Ủy viên HĐQT	Mua	4.000	-	4.000	01/03/2010	Đầu tư cá nhân
PVF	Cổ đông	Mua	2.619.780	3.677.380	6.297.160	21/12/2009 - 17/02/2010	Cơ cấu danh mục đầu tư
Phạm Đăng Nam	Ủy viên HĐQT	Mua	3.000	-	3.000	14/12/2009 - 31/12/2009	Đầu tư cá nhân

**Kết quả kinh doanh dự báo giai đoạn 2010 -2012**

Bảng cân đối kế toán	2008	2009	9T2010	E2010	E2011	E2012
<b>A - TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>2.693</b>	<b>3.867</b>	<b>4.324</b>	<b>5.047</b>	<b>6.252</b>	<b>7.274</b>
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	943	2.906	3.408	4.137	5.245	6.100
II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	115	54	54	-	-
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	573	191	144	232	277	328
IV. Hàng tồn kho	1.111	569	647	549	650	759
V. Tài sản ngắn hạn khác	65	85	72	75	80	86
<b>B - TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>2.500</b>	<b>2.484</b>	<b>2.523</b>	<b>2.275</b>	<b>2.078</b>	<b>1.932</b>
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
II. Tài sản cố định	1.899	1.724	1.626	1.443	1.243	1.066
1. Tài sản cố định hữu hình	1.683	933	1.049	892	940	898
2. Tài sản cố định thuê tài chính	-	-	-	-	-	-
3. Tài sản cố định vô hình	53	85	70	56	31	5
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	164	705	508	494	272	163
III. Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	206	453	520	520	520	520
V. Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
VI. Tài sản dài hạn khác	395	307	377	312	315	345
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>5.192</b>	<b>6.351</b>	<b>6.847</b>	<b>7.321</b>	<b>8.331</b>	<b>9.205</b>
<b>A - NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>483</b>	<b>842</b>	<b>1.081</b>	<b>856</b>	<b>993</b>	<b>1.108</b>
I. Nợ ngắn hạn	470	607	742	516	590	662
II. Nợ dài hạn	12	235	339	340	404	446
<b>B - VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>4.688</b>	<b>5.488</b>	<b>5.721</b>	<b>6.420</b>	<b>7.292</b>	<b>8.052</b>
I. Vốn chủ sở hữu	4.688	5.488	5.721	6.420	7.292	8.052
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	-	-	-	-	-	-
<b>C. LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>5.192</b>	<b>6.351</b>	<b>6.847</b>	<b>7.321</b>	<b>8.331</b>	<b>9.205</b>

Kết quả kinh doanh	2008	2009	9T2010	E2010	E2011	E2012
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	6.475	6.630	4.693	6.468	7.113	7.459
Giá vốn hàng bán	4.624	4.645	3.023	4.113	4.430	4.702
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.851	1.985	1.670	2.354	2.683	2.757
Doanh thu hoạt động tài chính	143	181	220	264	277	291
Chi phí tài chính	54	81	40	64	67	70
Chi phí bán hàng	225	294	238	330	399	452
Chi phí quản lý doanh nghiệp	221	285	240	320	387	439
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1.495	1.507	1.372	1.905	2.108	2.088
Lợi nhuận khác	6	10	10	10	-	-
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	1.501	1.520	1.384	1.918	2.108	2.088
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	123	164	159	207	227	225
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	1.385	1.351	1.226	1.711	1.880	1.863

Tỷ số tài chính	2008	2009	E2010	E2011	E2012
<b>I. TĂNG TRƯỞNG</b>					
1. Tăng trưởng doanh thu thuần	71,3%	2,4%	-2,4%	10,0%	4,9%
2. Tăng trưởng lợi nhuận gộp	25,0%	7,2%	18,6%	14,0%	2,7%
3. Tăng trưởng lợi nhuận ròng	4,1%	-2,6%	26,7%	9,9%	-1,0%
4. Tăng trưởng tổng tài sản	-9,5%	22,3%	15,3%	13,8%	10,5%
5. Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	7,3%	17,1%	17,0%	13,6%	10,4%
<b>II. KHẢ NĂNG SINH LỢI</b>					
1. Lợi nhuận gộp biên	28,6%	29,9%	36,4%	37,7%	37,0%
2. Lợi nhuận trước thuế biên	23,2%	22,9%	29,7%	29,6%	28,0%
3. Lợi nhuận ròng biên	21,4%	20,3%	26,4%	26,4%	24,9%
5. ROA	25,3%	23,4%	25,0%	24,0%	21,2%
6. ROE	30,6%	26,5%	28,7%	27,4%	24,2%
<b>III. PHÂN TÍCH DUPONT</b>					
1. Lợi nhuận ròng biên (1)	21,4%	20,3%	26,4%	26,4%	24,9%
2. Vòng quay tổng tài sản (2)	1,2	1,1	0,9	0,9	0,9
3. Đòn bẩy tài chính (3)	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
4. $ROE = (1) \times (2) \times (3)$	30,6%	26,5%	28,7%	27,4%	24,2%
<b>IV. SỨC MẠNH TÀI CHÍNH</b>					
1. Thanh toán hiện tại	5,7	6,4	9,8	10,6	11,0
2. Thanh toán nhanh	3,3	3,9	5,3	5,6	5,9
3. Nợ dài hạn/Tổng tài sản	0,00	0,04	0,05	0,05	0,05
4. Tổng nợ/Tổng tài sản	0,09	0,13	0,12	0,12	0,12
5. Tổng tài sản/Tổng vốn chủ sở hữu	1,11	1,16	1,14	1,14	1,14
<b>V. HIỆU QUẢ QUẢN LÝ</b>					
1. Vòng quay phải thu	11,3	34,6	27,8	25,7	22,7
2. Vòng quay phải trả	13,4	7,9	7,6	7,2	6,7
3. Vòng quay tồn kho	4,2	8,2	7,5	6,8	6,2
4. Chu kỳ tiền mặt	32,3	10,5	13,1	14,2	16,1
5. Vòng quay tổng tài sản	1,2	1,1	0,9	0,9	0,9
6. Vòng quay tài sản dài hạn	2,2	2,7	2,7	3,3	3,7
7. Vòng quay tài sản cố định	2,8	3,7	4,1	5,3	6,5

**Khuyến cáo**

Báo cáo được viết dựa trên những nguồn thông tin đáng tin cậy và đã được xem xét cẩn trọng. Những quan điểm, nhận định, dự báo trong báo cáo này thuộc cá nhân chuyên viên phân tích, không đại diện cho công ty nên MHBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MHB****Hội sở chính**

236 – 238, Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Tel : 08.4.456.6789

Fax: 08.3.824.1572

Website: [www.mhbs.vn](http://www.mhbs.vn)

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 6, Minexport, 28 Bà Triệu, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel : 04. 6.268.2888

Fax : 08. 627.02146

**PGD Nguyễn Công Trứ**

84, Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Tel : 08.3915.3674 – 75

Fax: 08.3915.3676

**Bản quyền**

© 2010 Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB

Mọi bản quyền thuộc về Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán MHB. Mọi sao chép, tái xuất bản, tái phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích gì nếu không có sự cho phép của Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong bản báo cáo này.