

Bùi Thị Phương

Chuyên viên phân tích

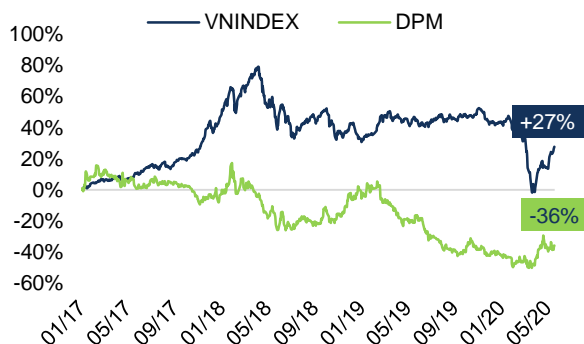
 Email: phuongbt@fpts.com.vn

Tel: (+84) 24 3773 9058 – Ext: 4312

Người phê duyệt báo cáo

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó Giám đốc phân tích đầu tư

Biến động giá cổ phiếu DPM và VNINDEX


Thông tin giao dịch	21/05/2020
Giá hiện tại	14.100
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	18.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	11.050
Số lượng CP niêm yết (cp)	391.400.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	391.334.260
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	3.196.010
Vốn hóa (tỷ VND)	5.576
EPS trailing (VND/cp)	1.093
P/E trailing	12,5x

Thông tin doanh nghiệp

Tên	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP
Địa chỉ	Số 43 Mạc Đĩnh Chi, phường Đa Kao, quận 1, Tp.HCM
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại phân bón vô cơ và hữu cơ
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Giá khí nguyên liệu biến động mạnh

Cơ cấu cổ đông	16/03/2020
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	59,6%
Cổ đông nước ngoài	18,6%
Cổ đông trong nước	21,8%

Giá thị trường (21/05/2020) 14.100

Giá mục tiêu 15.600

Chênh lệch +10,6%

Khuyến nghị

THEO DÕI
TIẾP TỤC HƯỞNG LỢI TỪ GIÁ KHÍ ĐẦU VÀO TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG TỪ MỨC ĐÁY

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DPM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Mức giá mục tiêu được xác định là **15.600 VND/cp**, cao hơn 10,6% so với giá đóng cửa ngày 21/05/2019, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DPM ở thời điểm hiện tại. Với kỳ vọng tích cực từ diễn biến giá khí đầu vào, cụm nhà máy Phú Mỹ hoạt động ổn định hơn trong năm 2020, nhà đầu tư xem xét mua vào cổ phiếu DPM tại mức giá 13.000 VND/cp, thấp hơn 8,5% so với giá hiện tại ngày 21/05/2020. [\(Chi tiết định giá\)](#)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

► **Nhà máy Urê Phú Mỹ hoạt động ổn định trở lại, kỳ vọng tăng trưởng từ mức đáy 2019** [\(Chi tiết\)](#)

Phân Urê là sản phẩm chủ lực của DPM, chiếm trên 60% tổng doanh thu qua các năm. Với việc nhà máy Urê hoạt động ổn định trở lại, cùng lợi thế cạnh tranh so với các sản phẩm nhập khẩu từ Indonesia và Malaysia, mảng Urê của DPM năm 2020 kỳ vọng tăng trưởng mạnh từ mức đáy.

► **Hợp đồng giá khí thay đổi, biên lợi nhuận kỳ vọng cải thiện đáng kể do hưởng lợi từ diễn biến giá dầu FO** [\(Chi tiết\)](#)

PVGAS thông qua hợp đồng giá khí mới cho năm 2020, theo đó, tỷ trọng cước phí vận chuyển khí tăng lên. Tuy nhiên, trước diễn biến giá dầu thô WTI và dầu FO giảm mạnh năm 2020, DPM kỳ vọng được hưởng lợi lớn do phần cước phí vận chuyển tăng lên được bù đắp bởi sự sụt giảm giá dầu FO. Chúng tôi kỳ vọng giá khí đầu vào của DPM tiếp tục giảm trong quý 2/2020, cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp của DPM.

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- Rủi ro mất vốn liên quan đến các khoản đầu tư và phải thu công ty liên kết, đặc biệt là VNPOLY [\(Chi tiết\)](#)
- Việc Quốc hội thông qua Luật Thuế sửa đổi: chuyển phân bón từ mặt hàng không chịu thuế GTGT sang mức thuế 5% kỳ vọng giúp DPM được khấu trừ từ 300 - 400 tỷ đồng mỗi năm. Tuy nhiên, kỳ họp thứ 9 Quốc hội XIV sắp tới chưa thấy đề cập vấn đề này. [\(Chi tiết tại Báo cáo Ngành Phân bón - T9/2019\)](#)
- Khoản bồi thường sự cố gián đoạn sản xuất năm 2019, DPM đang làm việc với PVI. Khoản bảo dưỡng thiết bị máy móc là 29 tỷ đồng và khoản bồi thường gián đoạn kinh doanh đang chờ PVI xét duyệt. [\(Chi tiết Báo cáo định giá lần đầu – T12/2019\)](#)

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TRIỂN VỌNG

I. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2019 VÀ QUÝ 1/2020

Bảng 1: Một số chỉ tiêu kết quả hoạt động kinh doanh năm 2019 của DPM

(Đơn vị: tỷ đồng)	Năm 2019	Năm 2018	% yoy	FPTS dự phóng	% TH/ dự phóng	Diễn giải
Doanh thu thuần	7.683,5	9.297,1	-17,4%	7.765,1	98,9%	
<i>Phân bón sản xuất</i>	5.559,5	6.089,9	-8,7%	5.452,2	102,0%	<p>Phân Urê: Sản lượng sụt giảm do đợt bảo dưỡng nhà máy kết hợp xử lý các vấn đề dự án NH₃ kéo dài 72 ngày đầu năm 2019:</p> <ul style="list-style-type: none"> Sản xuất đạt 707,9 nghìn tấn (-13% yoy), tiêu thụ đạt 691 nghìn tấn (-15% yoy), cao hơn 6,3% so với FPTS dự phóng. Giá bán Urê đạt 7,06 triệu đồng/tấn (-3,8% yoy), ảnh hưởng từ giá phân bón trong nước giảm đáng kể năm 2019. <p>Phân NPK: Doanh thu tăng 112% yoy, nhưng vẫn chưa đạt kế hoạch đề ra, cụ thể:</p> <ul style="list-style-type: none"> Sản xuất đạt 84,5 nghìn tấn (chỉ ~34% CSTK), tiêu thụ 76,7 nghìn tấn (+103% yoy). Giá bán trung bình đạt 8,83 triệu đồng/tấn (+3,9% yoy) do tăng tỷ trọng sản phẩm hàm lượng cao có giá bán cao hơn. <p>Phân bón thương mại: Tiêu thụ đạt 205,2 nghìn tấn (-37% yoy), thấp hơn 12,8% so với FPTS dự phóng do điều kiện thời tiết bất lợi năm 2019 khiến nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước giảm đáng kể. (chi tiết)</p>
<i>Phân bón thương mại</i>	1.652,1	2.686,6	-38,5%	1.789,9	92,3%	
<i>Hóa chất sản xuất</i>	496,0	534,5	-7,2%	446,6	111,1%	
<i>Khác</i>	54,8	50,7	+8,1%	65,9	83,2%	
Lợi nhuận gộp	1.402,1	1.899,5	-26,2%	1.340,7	104,6%	
<i>Phân bón sản xuất</i>	1.308,8	1.651,6	-20,8%	1.134,4	115,4%	<p>Phân Urê: Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 28,4% năm 2018 xuống 28% năm 2019 do giá bán phân Urê (-3,8% yoy) giảm mạnh hơn giá khí đầu vào (-3,3% yoy).</p> <p>Phân NPK: Sau khi điều chỉnh kéo dài thời gian khấu hao nhà máy NPK từ 10 năm lên 15 năm, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng này ước tính vẫn ghi nhận âm 3,7% năm 2019.</p>
<i>Phân bón thương mại</i>	63,7	141,9	-55,1%	75,5	84,3%	
<i>Hóa chất sản xuất</i>	97,4	162,9	-40,2%	125,0	77,9%	
<i>Khác</i>	11,0	7,6	+44,5%	5,6	195,7%	
Doanh thu tài chính	140,0	123,7	+13,2%	140,9	99,3%	
<i>Chi phí tài chính</i>	107,6	73,8	+45,9%	132,7	81,1%	Chi phí tài chính tăng mạnh chủ yếu là chi phí lãi vay của tổ hợp dự án NH ₃ – NPK.
<i>Chi phí lãi vay</i>	106,9	62,6	+70,8%	127,2	84,1%	
<i>Chi phí bán hàng</i>	554,8	612,3	-9,4%	546,1	101,6%	Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm tuy nhiên vẫn chiếm tỷ trọng trên doanh thu thuần tăng lên so với năm 2018.
<i>Chi phí QLDN</i>	415,3	485,7	-14,5%	449,7	92,4%	
LN trước thuế	467,1	870,6	-46,4%	465,1	100,4%	
LN sau thuế	388,9	712,5	-45,4%	372,1	104,5%	
<i>Tỷ suất LNG</i>	18,3%	20,4%		17,3%		
<i>CP bán hàng/DTT</i>	7,2%	6,6%		7,0%		
<i>CP QLDN/DTT</i>	5,4%	5,2%		5,8%		
<i>Tỷ suất LNST</i>	5,1%	7,7%		4,8%		

Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp và dự phóng

Bảng 2: Kế hoạch kinh doanh năm 2020 và kết quả quý 1/2020 của DPM

Chỉ tiêu (đơn vị: tỷ đồng)	Thực hiện 2019	Kế hoạch 2020	Thay đổi (%)	Thực hiện Quý 1/2020	% yoy	Hoàn thành KH (%)
Doanh thu thuần	7.683,54	9.237	+20,2%	1.651,0	+4,9%	17,9%
Lợi nhuận trước thuế	467,08	513	+9,8%	121	+82,7%	23,6%
Lợi nhuận sau thuế	388,86	433	+11,4%	97,57	+82,1%	22,5%
Cổ tức tiền mặt	1.000 VND/cp	1.000 VND/cp				

Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp

II. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DPM

1. Hợp đồng giá khí thay đổi, biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện do hưởng lợi từ diễn biến giá dầu FO

► Chuyển đổi nguồn khí làm tăng tỷ trọng cước phí vận chuyển khí theo hợp đồng năm 2020

Tháng 04/2020, hợp đồng mua bán khí năm 2020 giữa PVGAS và DPM được thông qua. Khối lượng khí dự kiến là 592 triệu Sm³, tương ứng nhiệt lượng ~22,1 triệu MMBTU. Nguồn khí dự kiến lấy từ 02 bể Cừu Long và Nam Côn Sơn với tỷ trọng 65% từ mỏ Bạch Hổ, Rồng Đồi Mồi của bể Cừu Long, 21% từ các mỏ khác thuộc bể Cừu Long, còn lại 14% từ bể Nam Côn Sơn theo ước tính của DPM.

Giá khí hợp đồng 2020 vẫn được quy định với công thức neo theo giá dầu FO thế giới. Tuy nhiên, cước phí vận chuyển và phân phối khí được tính riêng cho từng nguồn khí từ bể Cừu Long và Nam Côn Sơn, như sau:

Đối với nguồn khí từ bể Cừu Long: $P = 46\% \text{ MFO} + T_{CL}$

Đối với nguồn khí từ bể Nam Côn Sơn: $P = 46\% \text{ MFO}^* + T_{NCS1} + D_P$

Trong đó:

- **P:** Giá khí hợp đồng, chưa bao gồm VAT (VND/MMBTU, quy đổi USD theo tỷ giá bán ra của Vietcombank);
- **46% MFO:** Giá khí quy đổi theo giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore (USD/MMBTU);
- * Riêng nguồn khí từ bể Nam Côn Sơn, trong trường hợp thành phần 46% MFO trong tháng thấp hơn giá khí tại mỏ Lô 06.1 thì giá khí tại mỏ này được quy định là giá sàn quy đổi. Theo ước tính của DPM, giá khí trung bình tại mỏ Lô 06.1 dự báo khoảng 3,0 USD/MMBTU năm 2020.
- **T_{CL}:** Cước phí vận chuyển và phân phối khí Bể Cừu Long (USD/MMBTU);
- **T_{NCS1}:** Cước phí vận chuyển khí Bể Nam Côn Sơn (USD/MMBTU);
- **D_P:** Cước phí phân phối khí tại trạm phân phối khí Phú Mỹ.

Bảng 3: Cước phí vận chuyển và phân phối khí cho DPM năm 2020

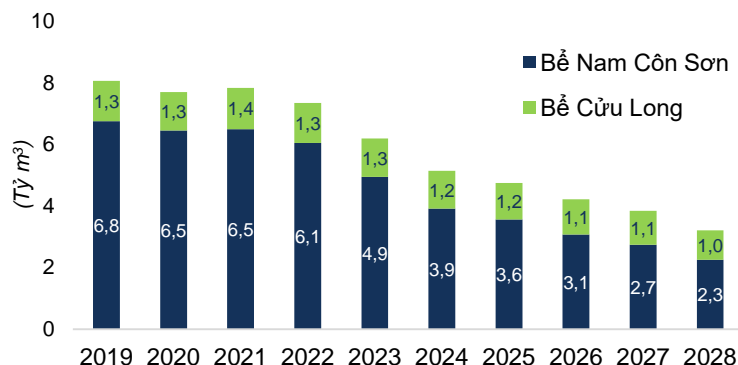
(Đơn vị: USD/MMBTU; chưa bao gồm VAT)	Bể Cừu Long (86%)		Bể Nam Côn Sơn (14%)	
	Mỏ Bạch Hổ, Rồng Đồi Mồi (65%)	Nguồn khí khác (21%)	Từ 01/01/2020 - 31/03/2020	Từ 01/04/2020 - 31/12/2020
Cước phí vận chuyển khí	T _{CL} = 1,02	T _{CL} = 3,22	T _{NCS1} = 1,263055	T _{NCS1} = 1,288316
Cước phí phân phối khí			D _P = 0,15	

Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp

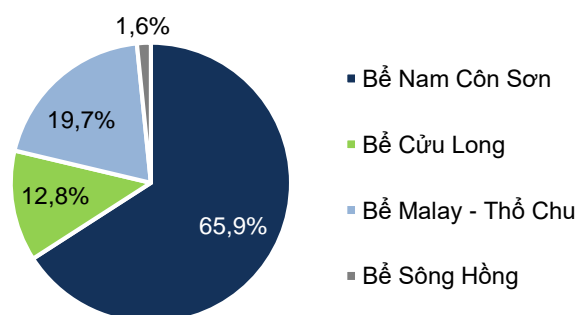
[\(Chi tiết Cách tính giá khí theo hợp đồng cũ giai đoạn 2014 – 2019\)](#)

Với cơ cấu nguồn khí ước tính như trên, cước phí vận chuyển và phân phối khí trung bình năm 2020 của DPM vào khoảng 1,5397 USD/MMBTU, tăng ~10% so với 2019. Trong dài hạn, trừ lượng các mỏ khí giá rẻ tại bể Cửu Long như Bạch Hổ, Rồng Đồi Mồi sụt giảm, PVGAS sẽ tăng dần tỷ trọng cung cấp khí tại các mỏ khác của bể Cửu Long và bể Nam Côn Sơn. Điều này làm tăng phần cước phí cố định trong giá khí của DPM trong các năm tới.

Dự báo nguồn cung khí khu vực Đông Nam Bộ năm 2020 - 2028



Cơ cấu sản lượng khí theo bể dầu khí năm 2019

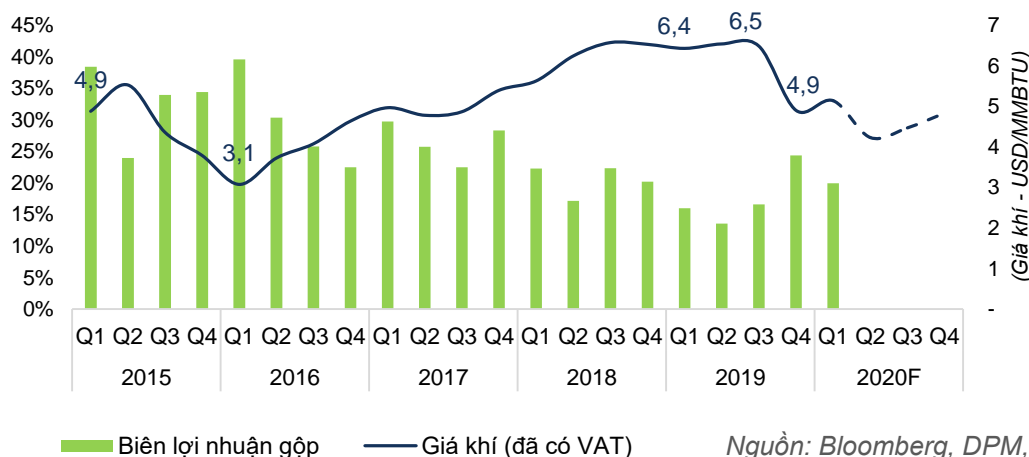


Nguồn: VPI - EMC, PVGAS, FPTTS ước tính

► Giá khí quy đổi giảm mạnh theo giá dầu FO, giúp cải thiện biên lợi nhuận của DPM năm 2020

Trước ảnh hưởng từ quy định mới của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) và diễn biến phức tạp của dịch bệnh, giá dầu FO thế giới đã giảm mạnh từ cuối năm 2019 ([chi tiết Diễn biến giá dầu FO thế giới](#)). Theo đó, giá khí đầu vào của DPM cũng giảm mạnh từ 6,5 USD/MMBTU xuống còn 4,9 USD/MMBTU trong quý 4/2019, khiến biên lợi nhuận gộp của DPM cải thiện đáng kể.

Biến động giá khí và biên lợi nhuận gộp của DPM



Nguồn: Bloomberg, DPM, FPTTS tổng hợp

Tuy phần cước phí vận chuyển tăng 10% yoy nhưng giá khí quy đổi đang giảm mạnh theo giá dầu FO thế giới, DPM kỳ vọng vẫn được hưởng lợi trong năm 2020. Với công thức giá khí mới và ước tính cước phí vận chuyển như trên, chúng tôi thay đổi kịch bản dự phóng giá khí kỳ vọng năm 2020 theo các giả định sau:

- Giá dầu thô Brent và WTI trung bình dự phóng lần lượt ở mức 34,1 và 30,1 USD/thùng theo EIA.
- Từ năm 2021, giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu WTI thế giới được dự báo bởi World Bank và EIA, tuy nhiên mức độ hồi phục của giá dầu FO kỳ vọng không cao bằng dầu WTI.
- Phí vận chuyển và phân phối khí trung bình năm 2020 là 1,5397 USD/MMBTU, các năm tiếp theo dự báo tăng do tỷ trọng các nguồn khí giá rẻ giảm dần.

Bảng 4 - Kịch bản dự phóng giá khí đầu vào của DPM giai đoạn 2020 - 2024

Dự phóng cơ sở	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Giá dầu WTI (USD/thùng)	50,80	65,10	57,02	30,1	43,3	45,9	48,5	50,7
Giá dầu FO (USD/tấn)	318,9	414,2	362,1	233,92	297,65	309,06	319,90	328,18
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	3,61	4,69	4,11	2,72	3,37	3,50	3,62	3,72
Phí vận chuyển (USD/MMBTU)	0,96	0,98	1,4	1,54	1,61	1,69	1,76	1,81
<i>Biến động cước phí vc (% yoy)</i>	+2,1%	+2,1%	+42,9%	+10,0%	+4,9%	+4,6%	+4,4%	+2,5%
Giá khí (đã bao gồm VAT)	5,03	6,24	6,07	4,68	5,49	5,71	5,93	6,08
<i>Biến động giá khí (% yoy)</i>	+28,1%	+24,0%	-3,3%	-22,8%	+17,2%	+4,1%	+3,8%	+2,6%

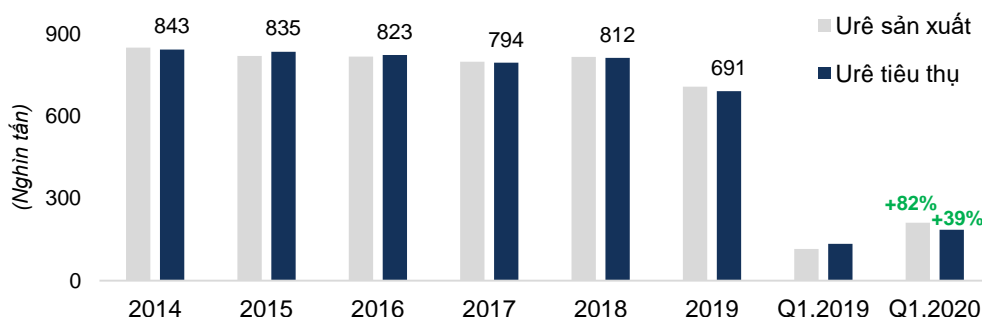
Nguồn: EIA, World Bank, FPTTS dự phóng

Chúng tôi giảm mức dự phóng giá khí năm 2020 từ 5,86 USD/MMBTU (-2,5% yoy) xuống 4,68 USD/MMBTU (-22,8% yoy) do kỳ vọng giá dầu giảm mạnh. Với giá khí đầu vào (đã có VAT) là 4,68 USD/MMBTU (-22,8% yoy), biên lợi nhuận gộp của DPM kỳ vọng tăng đáng kể trong năm 2020. [\(Trở lại trang 1\)](#)

2. Mảng phân Urê – Triển vọng tăng trưởng từ mức đáy năm 2019

► Sản lượng kỳ vọng tăng mạnh do nhà máy hoạt động ổn định trong năm 2020

Sản xuất và tiêu thụ phân Urê của DPM

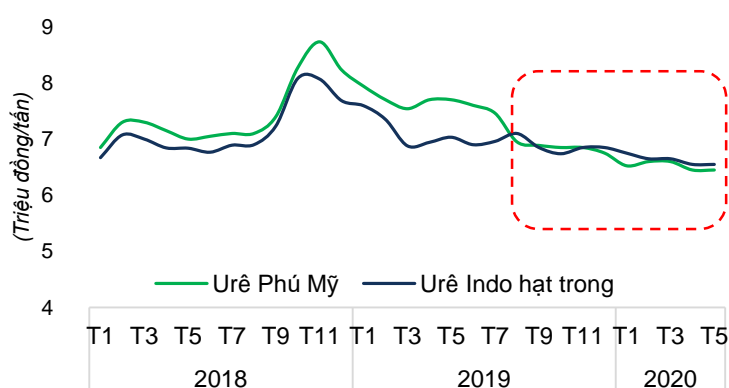


Nguồn: DPM, FPTTS tổng hợp

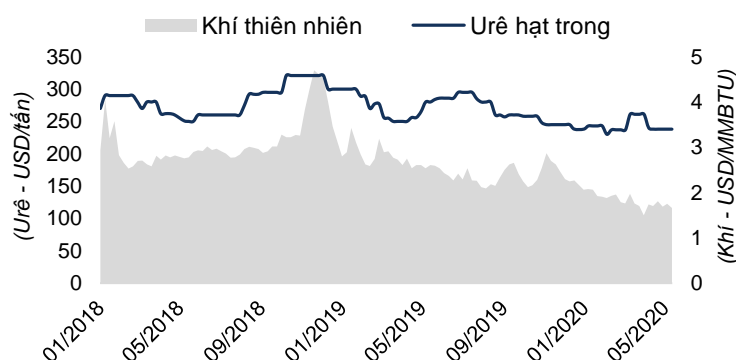
Năm 2019, DPM tiến hành bảo dưỡng ngắn ngày nhà máy Đạm Phú Mỹ, kết hợp xử lý các vấn đề kỹ thuật của dự án NH₃ mới kéo dài 40 ngày trong quý 1 và 32 ngày trong quý 2/2019. Điều này khiến sản lượng của nhà máy giảm mạnh, sản lượng phân Urê năm 2019 đạt 707,9 nghìn tấn, giảm 13,2% yoy (~88,5% công suất thiết kế). Năm 2020, nhà máy hoạt động ổn định với công suất cao ngay từ quý 1, sản lượng đạt 212 nghìn tấn phân Urê (+ 82% yoy). Dự báo sản lượng năm 2020 đạt 784 nghìn tấn (+10,8% yoy) do dự kiến bảo dưỡng định kỳ từ 18 – 20 ngày.

► Có lợi thế cạnh tranh so với phân Urê nhập khẩu do giá Urê thế giới giảm chậm hơn giá nội địa

Diễn biến giá phân Urê tại thị trường nội địa



Biến động giá phân Urê Indo hạt trong và giá khí thế giới



Nguồn: AgroMonitor, Bloomberg, FPTTS tổng hợp

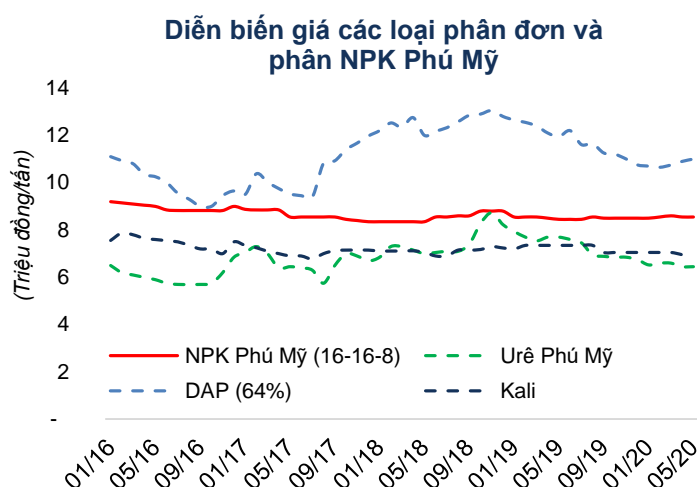
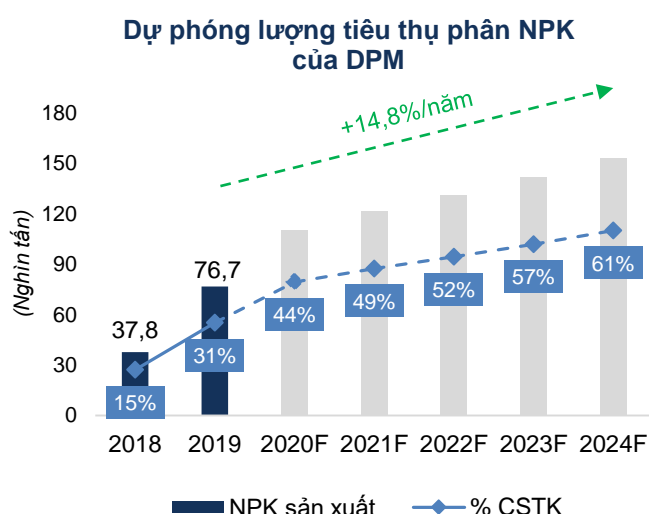
Giá Urê Phú Mỹ nội địa trong quý 1/2020 trung bình giảm 2,6% so với cuối năm 2019 do nhu cầu chậm lại. Nhu cầu phân bón tại khu vực Tây Nam Bộ giảm nhẹ so với cùng kỳ do vụ Đông - Xuân xuống giống sớm hơn ~30 ngày (từ tháng 11, 12/2019) để tránh hạn - mặn. Khu vực miền Bắc và miền Trung nhu cầu ổn định so với cùng kỳ.

Chênh lệch giữa giá Urê Phú Mỹ và Urê nhập khẩu thu hẹp từ cuối 2019, tạo lợi thế cạnh tranh cho DPM.

Giá dầu FO giảm mạnh và nhà máy Urê hoạt động vượt công suất đã giúp cho DPM đẩy mạnh sản phẩm ra thị trường với giá cả cạnh tranh. Trong khi đó, giá Urê nhập khẩu từ Indonesia và Malaysia (chiếm ~90% lượng nhập khẩu) giảm chậm hơn giá nội địa do giá khí thiên nhiên giảm ít hơn giá dầu FO và chi phí vận chuyển đường biển tăng từ 2020. Nhập khẩu phân Urê 4T.2020 đạt 39,3 nghìn tấn, giảm 80,7% về lượng và giảm 82,1% về giá trị so với cùng kỳ 2019.

Chúng tôi giữ nguyên mức dự báo nhu cầu phân Urê Việt Nam tăng trưởng +1,0%/năm giai đoạn 2019 – 2030, trong đó tăng trưởng tiêu thụ cho nông nghiệp đạt +0,9%/năm, sử dụng cho công nghiệp đạt +2,1%/năm. Với việc hai nhà máy Ninh Bình và Hà Bắc vẫn đang vận hành khó khăn, DCM tập trung ở thị trường Tây Nam Bộ và xuất khẩu sang Campuchia thì lượng tiêu thụ của DPM tại thị trường trong nước kỳ vọng ổn định khi nhà máy tối đa công suất. Dự phóng năm 2020, lượng Urê tiêu thụ của DPM đạt 780,8 nghìn tấn (+13% yoy). Về giá bán, chúng tôi hạ kỳ vọng tăng giá Urê Phú Mỹ từ mức +0,5% yoy xuống -1,2% yoy do giá khí nguyên liệu đầu vào giảm đáng kể năm 2020. [\(Trở lại trang 1\)](#)

3. Mảng phân NPK – Còn nhiều khó khăn do thị trường cạnh tranh gay gắt, hoạt động chưa hiệu quả



Nguồn: DPM, Agromonitor, FPTS tổng hợp

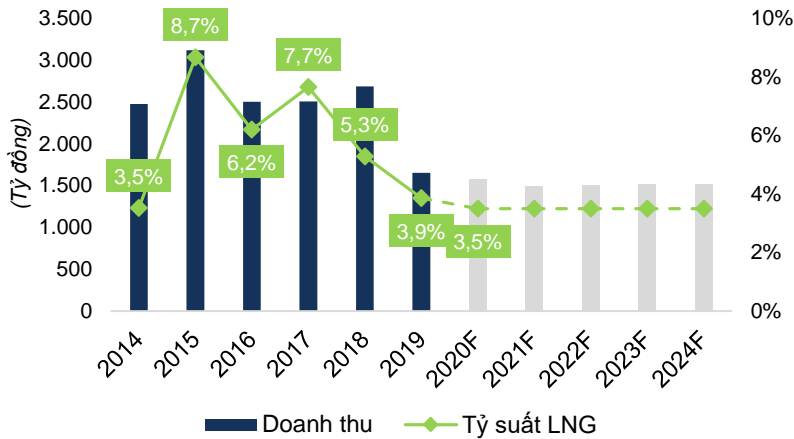
Quý 1/2020, nhà máy đã hoạt động ổn định nhưng lượng tiêu thụ chỉ đạt 10,8 nghìn tấn, giảm 13% yoy, cho thấy những thách thức lớn tại thị trường NPK nội địa. Năm 2020, DPM đặt kế hoạch tiêu thụ 180 nghìn tấn phân NPK (~72% công suất thiết kế). Trước tình hình ngành đang dư thừa công suất, thị trường cạnh tranh gay gắt giữa các sản phẩm nội địa và nhập khẩu, các doanh nghiệp NPK lớn như BFC, LAS,.. cũng chỉ hoạt động được hơn 50% công suất. Chúng tôi giảm kỳ vọng về mức tiêu thụ phân NPK của DPM năm 2020 từ 120,3 nghìn tấn xuống còn 110,4 nghìn tấn, CAGR 5 năm tiếp theo dự kiến là +14,8%/năm, đạt 153 nghìn tấn vào năm 2024 (tương đương 61% công suất thiết kế).

Giá phân NPK Phú Mỹ thị trường nội địa khá ổn định và đang được hưởng lợi do hầu hết các loại phân đơn đang có xu hướng giảm từ đầu năm 2019. Năm 2020, FPTS dự phóng giá phân NPK Phú Mỹ giữ mức tương đương năm 2019 và tăng nhẹ 0,5%/năm trong giai đoạn 2021 – 2024. Mảng NPK kỳ vọng đóng góp 1.378 tỷ đồng doanh thu năm 2024 (chiếm 15,2% tổng doanh thu), tương ứng CAGR đạt 15,3%/năm trong giai đoạn trên.

Tuy nhiên, theo tính toán của DPM, sản lượng hoàn vốn của nhà máy NPK ước tính là 1,8 triệu tấn (~7,2 năm hoạt động tối đa công suất). Với việc công suất năm 2019 chỉ đạt hơn 30% và kỳ vọng 2020 đạt được 44% thì thời gian hoàn vốn sẽ bị kéo dài. Sau khi kéo dài thời gian khấu hao của dự án NPK từ 10 năm lên 15 năm, các chi phí hoạt động vẫn khá lớn, dự án này vẫn chưa đem lại hiệu quả cho DPM.

4. Mạng phân bón thương mại – Thu hẹp dần với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng ổn định ở mức 3,5%

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mạng phân bón thương mại của DPM



Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp và dự phóng

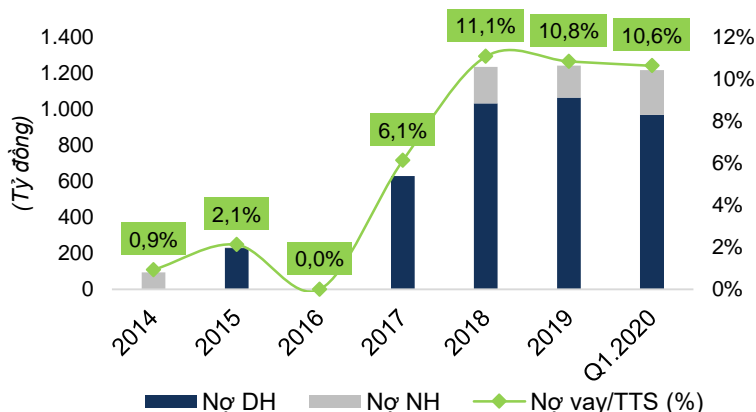
Hoạt động nhập khẩu và kinh doanh thương mại phân bón hàng năm đóng góp từ 2.000 - 3.000 tỷ đồng doanh thu cho DPM (chiếm ~30% tổng doanh thu). Khi đưa dự án NPK vào hoạt động, DPM tập trung cung cấp các sản phẩm tự sản xuất. Một phần phân bón nhập khẩu được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào cho nhà máy NPK nên hoạt động thương mại cũng giảm đáng kể.

FPTS dự phóng lượng tiêu thụ phân bón nhập khẩu kỳ vọng giảm xuống trong giai đoạn 2020 – 2024 do nhà máy NPK tăng công suất hoạt động. Tỷ suất lợi nhuận gộp mạng thương mại không cao nhưng ổn định từ 4% - 8% giai đoạn 2014 – 2018, chúng tôi kỳ vọng chỉ tiêu này duy trì ổn định ở mức 3,5% giai đoạn năm 2020 - 2024.

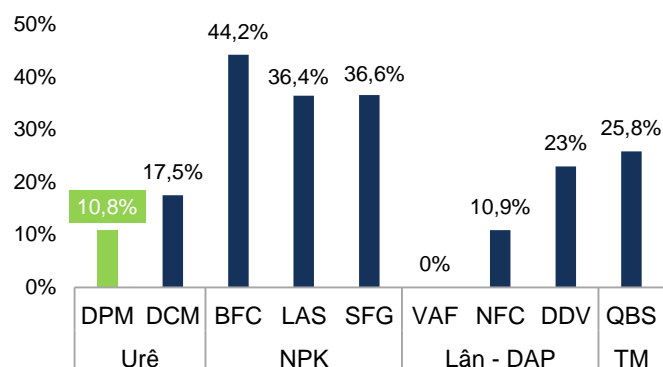
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Cơ cấu tài chính lành mạnh, đòn bẩy tài chính thấp và đang giảm dần

Cơ cấu nợ vay và tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của DPM



Tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của các DN phân bón năm 2019

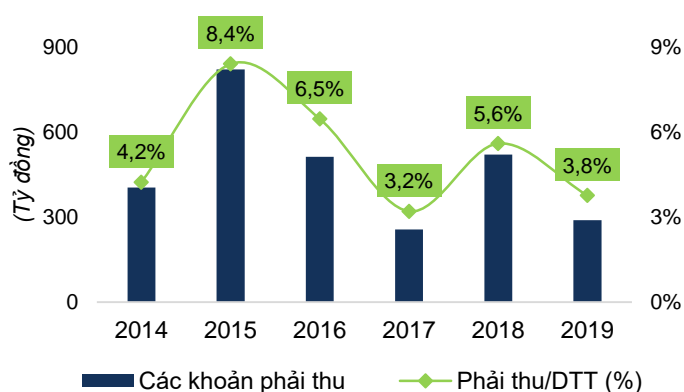


Nguồn: DPM, BCTC các DN, FPTS tổng hợp

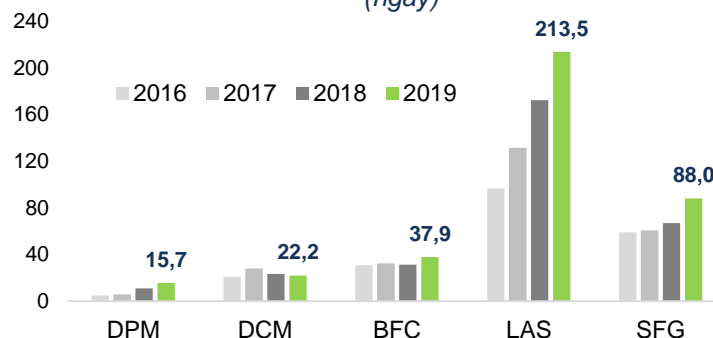
DPM sử dụng đòn bẩy tài chính thuộc nhóm thấp nhất trong các doanh nghiệp phân bón năm yết. Từ năm 2017, DPM bắt đầu đầu tư tổ hợp dự án NH₃ – NPK, sử dụng 70% vốn vay dài hạn, tỷ trọng nợ vay trên tổng tài sản tăng dần đạt 11,1% năm 2018. Sau khi hoàn thành dự án, DPM tích cực trả nợ vay, tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản chỉ còn 10,6% tại thời điểm cuối quý 1/2020, thấp hơn nhiều so với trung bình các doanh nghiệp phân bón (tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản trung bình ~22,8%).

2. Khả năng bị chiếm dụng vốn thấp, rủi ro đến từ các khoản đầu tư vào công ty liên kết

Các khoản phải thu khách hàng của DPM



Số ngày phải thu của các DN phân bón (ngày)



Nguồn: BCTC các DN, FPTS tổng hợp

So với các doanh nghiệp phân bón trong ngành, DPM có số ngày phải thu thấp nhất nhưng đang tăng dần. Năm 2019, số ngày phải thu của DPM vào khoảng 15,7 ngày (tương ứng vòng quay khoản phải thu đạt 23,2 vòng/năm) tăng so với mức 5,2 ngày năm 2016. Thị trường phân bón đang dư cung, cạnh tranh gay gắt, các doanh nghiệp đều phải giảm giá bán và nới lỏng chính sách bán hàng. Số ngày phải thu của DPM tăng nhẹ nhưng không đáng kể, cho thấy chất lượng doanh thu tốt và sức mạnh mặc cả với khách hàng của DPM khá cao.

Rủi ro mất vốn đối với các khoản đầu tư vào công ty liên kết, đặc biệt là CTCP Hóa dầu và Xơ sợi Việt Nam. Ngoài rủi ro đối với các khoản phải thu từ công ty liên kết, DPM có nguy cơ cao mất vốn đầu tư vào CTCP Hóa dầu và Xơ sợi Việt Nam (VNPOLY). Ngày 03/04/2020, tại phiên họp lần thứ 9 Ban chỉ đạo xử lý các dự án yếu kém, VNPOLY được xếp vào diện dự án bị dừng sản xuất kinh doanh và đang được vận hành trở lại. Hiện tại, VNPOLY đang hợp tác với Tổng công ty Shinkong Synthetic Fibers (SSFC - Đài Loan) để sản xuất sợi DTY, từng bước vận hành lại toàn bộ dây chuyền DTY. Tuy nhiên tiến độ vận hành nhà máy và hiệu quả hoạt động chưa được công bố. Trong trường hợp, VNPOLY không thể tiếp tục hoạt động và cho phá sản thì DPM có khả năng mất toàn bộ phần vốn, khoản phải thu từ VNPOLY (hầu hết đã trích lập dự phòng) và phải chịu trách nhiệm với các khoản nợ tương ứng tỷ lệ góp vốn 25,99% là ~1.200 – 2.000 tỷ đồng.

[\(Trở lại trang 1\)](#)

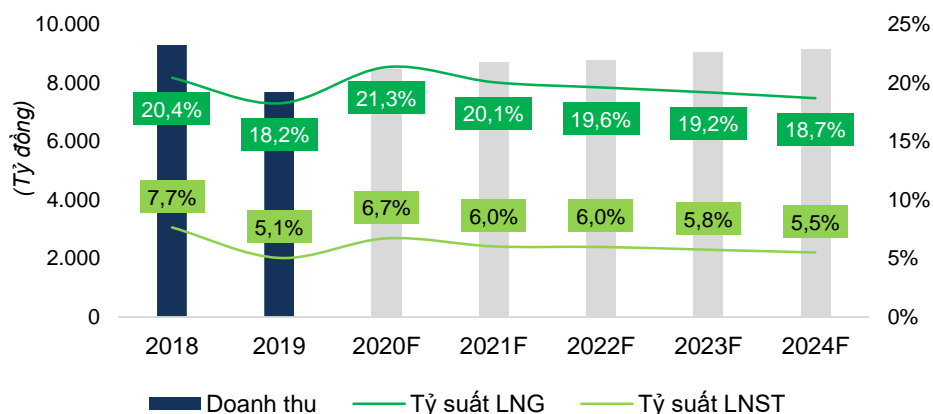
DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi cập nhật dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DPM giai đoạn 2020 – 2024 như sau:

Chỉ tiêu	Cập nhật T05/2020	Lần đầu T12/2019	Diễn giải
Mảng Urê			
Tăng trưởng lượng tiêu thụ	+3%/năm	+4%/năm	Nhà máy Urê hoạt động ổn định trở lại sau kỳ bảo dưỡng và các vấn đề của dây chuyền NH ₃ mới nâng cấp được xử lý. Dự phóng đến năm 2024, lượng tiêu thụ phân Urê đạt 802,3 nghìn tấn, đã tính đến sản lượng giảm vào các kỳ bảo dưỡng dài ngày.
Giá phân Urê	+0,5%/năm	+0,7%/năm	Chúng tôi hạ kỳ vọng giá Urê Phú Mỹ từ +0,7%/năm xuống còn +0,5%/năm từ 2020 – 2024 do giá khí nguyên liệu đầu vào dự báo hồi phục chậm hơn so với kỳ vọng.
Mảng NPK			
Tăng trưởng lượng tiêu thụ	14,8%/năm	+18,8%/năm	Do thị trường NPK nội địa đang bão hòa, cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp trong nước và sản phẩm nhập khẩu, chúng tôi kỳ vọng khả năng tiêu thụ của DPM đạt 14,8%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024.
Giá phân NPK	+0,5%/năm	+0,5%/năm	Chúng tôi dự phóng giá NPK Phú Mỹ bán ra tăng 0,5%/năm do giá khí nguyên liệu hồi phục và DPM có khả năng chuyển một phần rủi ro này cho khách hàng.
Mảng hóa chất			
Tăng trưởng lượng tiêu thụ	NH ₃ : +2,5%/năm UFC85: +1,0%/năm	NH ₃ : +7%/năm UFC85: +1,0%/năm	Sau khi vận hành dây chuyền NH ₃ mở rộng, công suất dư thừa sau khi sử dụng cho 2 nhà máy là ~70 nghìn tấn. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hóa chất này tăng trưởng +2,5%/năm từ 2020 – 2024. Đối với hóa chất UFC85, nhu cầu trong nước ổn định do phụ thuộc vào sản xuất của các nhà máy Urê trong nước.
Giá hóa chất	NH ₃ : 7 – 7,5 trđ/tấn UFC: 13,5 – 14 trđ/tấn	NH ₃ : 7,5 – 8 trđ/tấn UFC: 14,2 – 14,6 trđ/tấn	Chúng tôi giảm giả định giá bán hóa chất ở mức 7 - 7,5 triệu đồng/tấn đối với NH ₃ và từ 13,5 – 14 triệu đồng/tấn đối với sản phẩm UFC85 do nhu cầu dự báo chậm lại trong 2020 – 2024.

Từ những cập nhật giả định và dự phóng các mảng sản phẩm như trên, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của DPM giai đoạn 2020 – 2024 như sau:

Dự phóng kết quả kinh doanh của DPM năm 2020 - 2024



TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ
[\(Trở lại Trang 1\)](#)

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DPM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Mức giá mục tiêu được xác định là **15.600 VND/cp**, cao hơn 10,6% so với giá đóng cửa ngày 21/05/2019, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DPM ở thời điểm hiện tại. Với kỳ vọng tích cực từ diễn biến giá khí đầu vào, cụm nhà máy Phú Mỹ hoạt động ổn định hơn trong năm 2020, nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu DPM tại mức giá 13.000 VND/cp, thấp hơn 8,5% so với mức giá hiện tại ngày 21/05/2020.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	14.161	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	17.045	50%
Bình quân giá các phương pháp (VND/cp)		15.600	

Mức giá mục tiêu DPM cập nhật cao hơn 4,7% so với kết quả định giá lần đầu T12/2019 - giá đã điều chỉnh là 14.900 VND/cp ([Chi tiết](#)). Mức định giá cập nhật cao hơn là do kỳ vọng giá khí đầu vào năm 2020 giảm sâu hơn và các thay đổi về giả định của mô hình định giá so với báo cáo định giá lần đầu.

CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Lần đầu T12/2019	Cập nhật T05/2020	Giả định mô hình	Lần đầu T12/2019	Cập nhật T05/2020
WACC 2020	12,4%	12,6%	Phần bù rủi ro	9,4%	8,5%
Chi phí sử dụng nợ	10,9%	11,3%	Hệ số Beta	0,83	1,01
Chi phí sử dụng VCSH	12,9%	13,0%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	4,27%	3,6%	Thời gian dự phóng	7 năm	7 năm

CẬP NHẬT KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		12,6%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		1,0%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VND)		3.997.802
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu VND)		1.204
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VND)		1.063.625
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VND)		6.671.364
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		391,4
Giá mục tiêu (VND/cp)		17.045
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VND)		5.542.719
Giá mục tiêu (VND/cp)		14.161

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Thời gian	Chi tiết báo cáo
MUA	Tháng 12/2019	Xem thêm

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

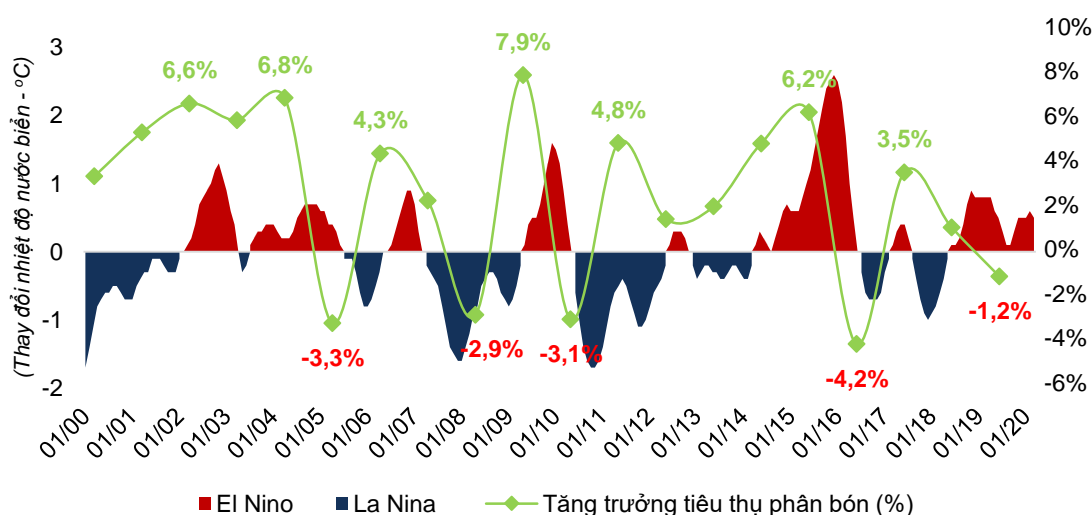
HĐKD	2019	2020F	2021F	2022F	CĐKT	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	7.683.541	8.460.917	8.686.098	8.763.334	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	6.281.448	6.654.568	6.944.291	7.044.998	+ Tiền, tương đương tiền	2.976.952	2.378.698	2.517.221	2.692.357
Lợi nhuận gộp	1.402.093	1.806.349	1.741.807	1.718.336	+ Đầu tư TC ngắn hạn	1.035.000	1.035.000	1.035.000	1.035.000
- Chi phí bán hàng	554.758	665.457	624.986	612.915	+ Các khoản phải thu	289.372	468.358	512.964	550.184
- Chi phí quản lí DN	415.340	465.820	486.100	493.150	+ Hàng tồn kho	1.350.639	1.985.829	2.096.614	2.145.072
Lợi nhuận thuần HĐKD	431.995	675.073	630.720	612.272	+ Ts ngắn hạn khác	291.891	318.415	326.099	328.734
- (Lỗ)/lãi HĐTC	32.377	3.632	22.700	41.930	Tổng tài sản ngắn hạn	5.943.854	6.186.301	6.487.897	6.751.346
- Lợi nhuận khác	1.024	29.000	1.233	1.233	+ Nguyên giá TS CĐHH	11.629.421	11.677.932	11.677.932	11.677.932
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	465.396	707.705	654.654	655.435	+ Khấu hao lũy kế	(7.697.108)	(8.237.697)	(8.778.285)	(9.294.417)
- Chi phí lãi vay	106.897	130.294	111.681	93.067	+ GT còn lại TS CĐHH	3.932.313	3.440.235	2.899.646	2.383.515
Lợi nhuận trước thuế	467.076	707.705	652.187	652.969	+ Đầu tư tài chính DH	45.370	45.370	45.370	45.370
- Thuế TNDN	90.455	138.002	127.177	127.329	+ Tài sản dài hạn khác	274.101	244.624	244.624	244.624
LNST	388.860	569.702	525.011	525.640	+ Xây dựng cơ bản DD	145.847	111.825	111.825	111.825
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.532	16.345	15.063	15.081	Tổng tài sản dài hạn	5.496.454	4.915.559	4.349.653	3.808.203
LNST của cổ đông CT Mẹ	377.703	553.357	509.948	510.559	Tổng tài sản	11.440.308	11.101.860	10.837.550	10.559.550
EPS (đ)	843	1.272	1.160	1.148	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Chỉ số khả năng sinh lời	2019	2020F	2021F	2022F	+ Phải trả người bán	478.565	463.612	452.153	432.164
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,2%	21,3%	20,1%	19,6%	+ Vay và nợ ngắn hạn	177.271	-	-	-
Tỷ suất LNST	5,1%	6,7%	6,0%	8,7%	+ Quỹ khen thưởng	49.544	104.879	160.974	222.241
ROE DuPont	4,6%	6,8%	6,4%	6,5%	Nợ ngắn hạn	2.060.713	1.794.999	1.826.143	1.848.141
ROA DuPont	3,3%	4,9%	4,6%	4,8%	+ Vay và nợ dài hạn	1.063.625	1.063.625	886.354	709.084
Tỷ suất EBIT/doanh thu	6,1%	8,4%	7,5%	7,5%	Nợ dài hạn	1.218.160	1.218.160	1.040.889	863.618
LNST/LNTT	80,9%	78,2%	78,2%	78,2%	Tổng nợ	3.278.873	3.013.159	2.867.032	2.711.758
LNTT/EBIT	100,4%	100,0%	99,6%	99,6%	+ Vốn điều lệ	3.914.000	3.914.000	3.914.000	3.914.000
Vòng quay tổng tài sản	68,1%	75,1%	79,2%	81,9%	+ LN chưa phân phối	566.145	477.066	343.820	206.012
Đòn bẩy tài chính	137,5%	138,7%	136,6%	135,3%	Vốn chủ sở hữu	7.996.068	7.906.989	7.773.743	7.635.935
					Lợi ích cổ đông thiểu số	165.368	181.713	196.775	211.856
					Tổng cộng nguồn vốn	11.440.308	11.101.860	10.837.550	10.559.550
Chỉ số hiệu quả vận hành	2019	2020F	2021F	2022F	Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	15,7	16,00	17,00	18,00	Tiền đầu năm	1.716.919	2.976.952	2.378.698	2.517.221
Số ngày tồn kho	88,2	110,00	111,00	112,00	Lợi nhuận sau thuế	467.076	553.357	509.948	510.559
Số ngày phải trả	22,7	20,00	19,00	18,00	+ Khấu hao	561.879	565.907	565.907	541.450
Thời gian luân chuyển tiền	81,2	106,00	109,00	112,00	+ Điều chỉnh	(218.791)	19.298	7.380	12.446
COGS / Hàng tồn kho	4,7	3,35	3,31	3,28	+ Thay đổi vốn lưu động	781.618	(957.956)	(180.341)	(124.947)
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2019	2020F	2021F	2022F	Tiền từ hoạt động KD	1.759.007	180.606	902.893	939.507
CS thanh toán hiện hành	2,88	3,45	3,55	3,65	+ Thanh lý TSCĐ	2.829	-	-	-
CS thanh toán nhanh	2,23	2,34	2,40	2,49	+ Chi mua sắm TSCĐ	(117.833)	(14.489)	-	-
CS thanh toán tiền mặt	1,95	1,90	1,95	2,02	Tiền từ hđ đầu tư	(54.341)	(14.489)	-	-
Nợ / Tài sản	0,11	0,10	0,08	0,07	+ Cổ tức đã trả	(401.886)	(587.100)	(587.100)	(587.100)
Nợ / Vốn CSH	0,16	0,13	0,11	0,09	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(177.271)	-	-
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,02	0,00	0,00	0,00	+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	(177.271)	(177.271)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,13	0,13	0,11	0,09	Tiền từ hoạt động TC	(444.644)	(764.371)	(764.371)	(764.371)
Khả năng TT lãi vay	4,35	5,43	5,86	7,04	Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.260.022	(598.254)	138.522	175.136
					Tiền cuối năm	2.976.952	2.378.698	2.517.221	2.692.357

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 1 – Ảnh hưởng của thời tiết đến ngành Phân bón Việt Nam

[\(Trở lại mục chính\)](#)

Chỉ số ONI và tăng trưởng tiêu thụ phân bón Việt Nam

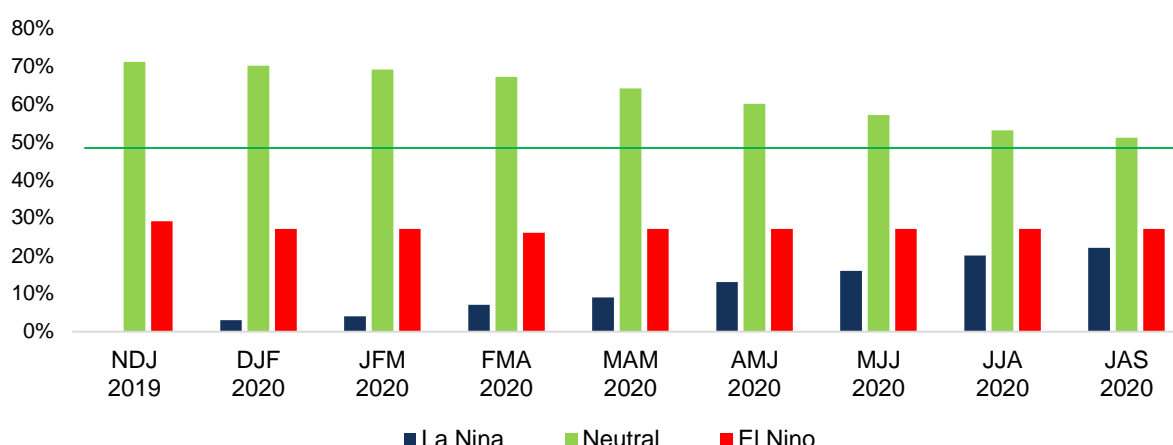


Nguồn: Trung tâm dự báo thời tiết Mỹ (CPC), FPTS tổng hợp

Năm 2019, hiện tượng khí hậu El Nino duy trì trở lại. Nhiệt độ trên cả nước cao hơn mức TBNN (trung bình nhiều năm) từ 0,5°C – 2°C, xuất hiện nhiều đợt nắng nóng kéo dài. Mùa mưa đến muộn hơn 01 tháng, lượng mưa giảm đáng kể, đặc biệt là khu vực Trung Bộ, Tây Nguyên ít hơn 50% so với TBNN. Hạn hán ở khu vực Trung Bộ, Tây Nguyên và xâm ngập mặn ở Nam Bộ tác động xấu đến sản xuất nông nghiệp, giảm diện tích canh tác, dẫn đến nhu cầu tiêu thụ phân bón giảm đáng kể. Nhu cầu tiêu thụ yếu đi khiến giá các loại phân bón có xu hướng giảm từ đầu năm 2019.

Tình hình thời tiết được dự báo thuận lợi hơn trong năm 2020

Dự báo xác suất xảy ra ENSO tại khu vực NINO3.4 năm 2020



Nguồn: Cục dự báo thời tiết, đo lường đại dương và khí quyển Mỹ (NOAA), FPTS tổng hợp

Hiện tượng ENSO được dự báo duy trì trạng thái trung tính trong 9T.2020. Cuối năm 2019, cường độ trạng thái El Nino bắt đầu yếu dần. Nhiệt độ 4 tháng cuối năm cao hơn từ 0,5 - 1°C so với TBNN, lượng mưa chỉ thiếu hụt từ 10 - 25%. Trong 9T.2020, chỉ số ONI (Ocean Nino Index) kỳ vọng dao động trong khoảng 0 – 0,5°C, trạng thái ENSO trở lại trạng thái trung tính. Với dự báo trên, diện tích canh tác nông nghiệp kỳ vọng gia tăng, kéo theo nhu cầu phân bón niêm vụ 2019/2020 cải thiện so với cùng kỳ năm trước, kỳ vọng hỗ trợ giá phân bón.

PHỤ LỤC 2 – Cách tính giá khí theo hợp đồng cũ giữa DPM và PVGAS năm 2014 – 2019 [\(Trở lại mục chính\)](#)

PVGAS đại diện cho PVN ký kết hợp đồng cung cấp khí cho DPM trên cơ sở giá khí miệng giếng. Từ tháng 4/2014, giá khí hợp đồng bán cho DPM được quy định theo một công thức neo theo giá dầu FO trên thị trường thế giới. Sau nhiều lần điều chỉnh hợp đồng, công thức quy định giá khí của DPM tại thời điểm giao nhận khí như sau:

$$P = P_n + TcI = 46\% * MFO + TcI \text{ (USD/MMBTU)}$$

Trong đó:

- **P:** Giá khí hợp đồng, chưa bao gồm VAT (USD/MMBTU);
- **$P_n = 46\% * MFO$:** Giá khí quy đổi bằng 46% giá dầu FO trung bình tháng (MFOC) tại thị trường Singapore theo tạp chí Platt's (USD/MMBTU);
- **Giá dầu trung bình MFOC:** Quy đổi theo hệ số mỗi tấn dầu FO tương ứng với nhiệt trị toàn phần (GHV) là 40,6 MMBTU;
- **TcI:** Cước phí vận chuyển và phân phối khí (USD/MMBTU).

Bảng 5: Lộ trình cước vận chuyển và phân phối khí theo hợp đồng từ năm 2015 – 2019 cho DPM

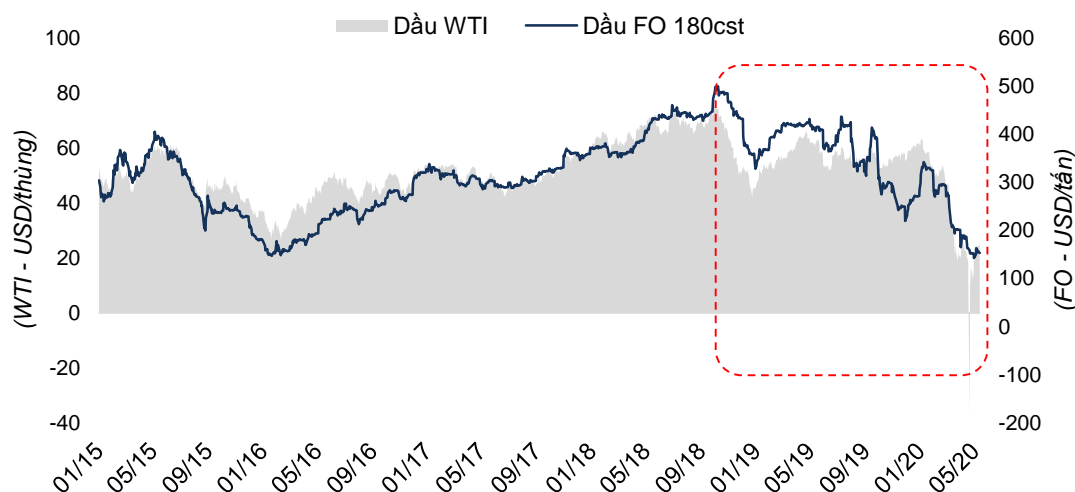
(Đvt: USD/MMBTU)	2015	2016	2017	2018	2019
Cước phí vận chuyển khí áp dụng cho DPM	0,92	0,94	0,96	0,98	1,0

Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp

PHỤ LỤC 3 – Diễn biến giá dầu FO thế giới

[\(Trở lại mục chính\)](#)

Diễn biến giá dầu thô WTI và dầu FO thế giới



* FO 180cst là dầu nhiên liệu công nghiệp có nồng độ lưu huỳnh tối đa là 3,5%, độ nhớt tối đa là 180 cst

Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

Giá dầu FO biến động mạnh theo xu hướng giảm do ảnh hưởng từ quy định mới của IMO 2020. Dầu FO hay dầu Mazut là sản phẩm phân đoạn nặng thu được khi chưng cất dầu thô, chứa hàm lượng lưu huỳnh tối đa từ 2% – 3,5%. Trước năm 2019, do nhu cầu ổn định nên giá dầu FO biến động khá tương quan với giá dầu thô thế giới.

Từ 01/01/2020, quy định mới của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) về giới hạn nồng độ lưu huỳnh trong nhiên liệu hàng hải chính thức có hiệu lực. Theo đó, nhiên liệu sử dụng cho ngành hàng hải toàn thế giới phải đảm bảo nồng độ lưu huỳnh dưới 0,5% thay vì 3,5% như trước đây. Năm 2018, tiêu thụ dầu FO 3,5%S ngành hàng hải toàn cầu đạt 11,5 triệu tấn/tháng, chiếm ~42% tổng lượng tiêu thụ nhiên liệu. Từ khi quy định của IMO được công bố, giá dầu FO 3,5%S biến động mạnh (-36,5% từ đầu năm 2019) do nhu cầu sụt giảm trước nguy cơ bị thay thế bởi các loại nhiên liệu dưới 0,5%S (như dầu diesel). Cùng với đó, giá dầu thô WTI thế giới giảm mạnh trong những tháng đầu 2020 do nhu cầu tiêu thụ dầu giảm mạnh trong dịch Covid 19. Dự báo, giá dầu FO 3,5%S sẽ duy trì ở mức thấp trong năm 2020 do những nguyên nhân trên.

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 01 cổ phiếu DPM và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

Số 52 - Đường Lạc Long Quân, P Bưởi
Quận Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171

Fax: (84.24) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.28) 62908686

Fax: (84.28) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.236) 3553666

Fax: (84.236) 3553888