

Trần Thị Thủy Tiên

Chuyên viên phân tích

 Email: tienttt@fpts.com.vn

Điện thoại : (84) – 8 6290 8686 – Ext : 8928

Diễn biến giá cổ phiếu DPM


Thông tin giao dịch	27/05/2013
Giá hiện nay (đ/cp)	43.500
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	45.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	28.900
Số lượng CP niêm yết (CP)	380.000.000
Số lượng CP lưu hành (CP)	379.934.260
KLGD bình quân 10 phiên	409.316
% sở hữu nước ngoài	29,79
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49,00
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.800
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	16.273

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2012	2013F
Doanh thu thuần	13.321	9.883
Lợi nhuận gộp	4.324	3.573
Lợi nhuận trước thuế	3.542	2.724
Lợi nhuận sau thuế	3.016	2.282
Tỷ lệ lãi gộp	32,5%	36,2%
Tỷ lệ lãi sau thuế	22,6%	23,1%
EPS (đồng/cp)	7.991	6.009
P/E	4,5	7,23
ROE (%)	34,9%	23,84%

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
Vốn góp Nhà nước (PVN)	61,75
Deutsche Bank AG London	4,97
Deutsche Bank Aktiengesellschaft và Deutsche Asset Management (Asia) Limited	4,53
Cổ đông khác	28,75

GIÁ HIỆN NAY: 43.500 ĐỒNG/CP
GIÁ MỤC TIÊU: 41.900 ĐỒNG/CP
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ
Nguồn cung phân bón trong nước dồi dào, giá urê giảm

▪ **Đạm Phú Mỹ (DPM) đã công bố KQKD Q.1/2013 hợp nhất, theo đó doanh thu thuần tăng 6% so với cùng kỳ lên 2.883 tỷ đồng nhưng lợi nhuận ròng giảm 24% xuống 704 tỷ đồng.** So với cùng kỳ thì kết quả kinh doanh năm nay của DPM chịu sự ảnh hưởng bởi nguồn cung urê dồi dào nên giá bán giảm, giá khí đầu vào tăng nhẹ 2% làm tăng giá vốn và tác động từ việc tăng mạnh các chi phí hoạt động như chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp.

▪ **Không có dự án mới triển khai ít nhất trong giai đoạn 2013 – 2014.** DPM đã tạm dừng dự án NPK tại Nam Định và Vũng Tàu do nguồn cung NPK trong nước đã vượt cầu từ nhiều năm nay. Trước mắt DPM chỉ có nhu cầu 20 triệu USD cho dự án Oxy già (H₂O₂). Tổ hợp dự án gồm dự án Ammonia (NH₃), Nitrat Amon sẽ chưa triển khai ít nhất đến đầu năm 2015. Trong năm nay, DPM dự kiến đầu tư 222,7 tỷ đồng vào danh mục tài sản cố định, phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh như hệ thống kho cảng, hệ thống phân phối.

▪ **Duy trì chính sách cổ tức cao khi DPM đang sở hữu lượng tiền mặt dồi dào nhưng chưa có kế hoạch giải ngân vào các dự án lớn trong ngắn hạn.** Tại ĐHCĐTN ngày 25/04/2013, DPM đã thông qua tăng tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2012 từ 25% lên 45%. Kế hoạch chi trả cổ tức năm 2013 của DPM sẽ duy trì ở mức 25%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng Công ty sẽ nâng thêm tỷ lệ chi trả lên tối thiểu 35% do lượng tiền mặt lớn và kế hoạch đầu tư mở rộng khiêm tốn.

▪ **Giá urê trong nước sẽ ổn định và suy giảm theo giá phân bón thế giới vì nguồn cung thế giới vẫn dồi dào.** Trong bối cảnh lượng urê đang dư so với nhu cầu tại các nguồn cung chính trên thế giới cộng với sự gia tăng sản lượng của các nhà máy mới từ Bắc Phi và Trung Đông đi vào hoạt động chính thức từ 2013, khiến giá urê suy giảm trong đầu năm 2013. Việt Nam đang dần đối mặt với tình trạng dư cung do nguồn cung trong nước được tăng cường từ các nhà máy mới bên cạnh nhà máy Đạm Phú Mỹ và Hà Bắc vẫn duy trì hoạt động ở mức 100% công suất cho thấy nguồn cung tương đối dồi dào so với nhu cầu.

▪ **Triển vọng 2013.** Dự báo kết quả kinh doanh trong năm 2013 của DPM sẽ không lạc quan như năm 2012 và triển vọng kinh doanh trong trung hạn sẽ khó khăn hơn, giá bán đầu ra là rủi ro lớn nhất của DPM, điều này có thể làm lợi nhuận dự kiến năm 2013 của DPM sẽ rất khó duy trì như năm 2012.

Chúng tôi dự báo KQKD của DPM trong năm 2013 với doanh thu đạt 9.786 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 2.628 tỷ đồng. Ước tính EPS dự phóng 2013 đạt 6.009 đồng, P/E dự phóng đạt 7,23 lần. Sự sụt giảm doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ các nguyên nhân sau: **1.** DPM đặt mục tiêu sản lượng sản xuất thấp với 740.000 tấn do tạm ngừng hoạt động để bảo dưỡng trong vòng 1 tháng theo kế hoạch, **2.** DPM không còn bao tiêu phân phối urê từ Đạm Cà Mau (DCM) như trong năm 2012, **3.** Dự phóng giá bán urê trung bình năm 2013 giảm khoảng 4% so với trung bình năm 2012 do giá phân bón thế giới giảm đồng thời giá bán trong nước bị tác động bởi nguồn cung phân urê trong nước cơ bản đáp ứng được nhu cầu so với trước đây bị thiếu hụt.

Khuyến nghị: Xét trên những khía cạnh cơ bản, DPM là một công ty tốt với lượng tiền mặt dồi dào và mức cổ tức cao sẽ vẫn giúp DPM trở thành mã cổ phiếu hấp dẫn trên thị trường. Tuy nhiên, trong những năm tới, thị trường phân urê sẽ phải đối mặt với rất nhiều thử thách từ việc cung vượt quá cầu, tạo ra xu hướng sụt giảm giá bán do việc cạnh tranh mạnh mẽ với những đối thủ mới trên thị trường như Đạm Cà Mau hay Đạm Ninh Bình. **Với các hạn chế trên, chúng tôi vẫn giữ mức khuyến NẮM GIỮ đối với cổ phiếu này.** Chúng tôi cũng xin lưu ý thêm mặc dù mức giá mục tiêu được điều chỉnh tăng so với báo cáo lần đầu từ mức giá 37.800 đồng/cp lên mức giá mục tiêu hiện nay 41.900 đồng/cp, điều này không có nghĩa là kết quả kinh doanh và triển vọng dài hạn của doanh nghiệp khả quan hơn mà việc cập nhật trong báo cáo lần này đã thực hiện điều chỉnh các thông số để sát với tình hình thực tế hiện nay so với báo cáo trước thông qua **1.** Điều chỉnh tăng giá urê dự báo trong năm 2013 và giai đoạn kế tiếp lên trung bình thêm 4% do việc dự báo trong báo cáo trước đưa ra mức giá dự báo thấp hơn thực tế diễn ra, **2.** Các thông số định giá được cập nhật dựa trên tương quan giữa cổ phiếu với thị trường cho đến thời điểm gần nhất (beta), **3.** Thay đổi tỷ suất chiết khấu kỳ vọng do diễn biến nền kinh tế đã tích cực hơn, là nguyên nhân tác động điều chỉnh tăng giá mục tiêu.

Một số chỉ tiêu tài chính quan trọng¹(*)

Chỉ tiêu	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	8.412	9.165	10.268	11.053	11.802	11.914
Tổng tài sản (tỷ đồng)	9.295	10.581	11.273	12.022	12.770	12.929
Doanh thu (tỷ đồng)	9.227	13.434	9.884	9.493	9.434	9.557
Tăng trưởng	39,40%	45,60%	-26,43%	-3,96%	-0,62%	1,30%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	3.510	3.542	2.725	2.453	2.411	1.672
Tăng trưởng	83,13%	0,91%	-23,07%	-9,97%	-1,73%	-30,63%
Lợi nhuận ròng của cổ đông Công ty mẹ	3.104	3.017	2.283	2.055	2.020	1.401
Tăng trưởng	84,16%	-2,82%	-24,33%	-9,97%	-1,73%	-30,63%
EPS (đồng)	8.288	7.991	6.009	5.410	5.316	3.688
Book value (đồng)	22.459	24.276	27.026	29.093	31.064	31.359
ROE	42,90%	34,90%	23,84%	19,56%	17,93%	11,99%
ROA	37,58%	30,87%	21,20%	17,90%	16,53%	11,06%
Tỷ lệ cổ tức	35%	45%	—	—	—	—

Nguồn: DPM và FPTSDATA

¹ Ghi chú: (*) Kết quả kinh doanh năm 2013F - 2016F là con số dự phóng của chúng tôi dựa trên dữ liệu thu nhập từ DPM

1. Tình hình cung, cầu và giá cả phân urê trên thế giới và trong nước

▪ **Thế giới:** Từ năm 2013 trở đi, hiện tượng thiếu hụt phân urê tại Trung Quốc có thể sẽ xảy ra do việc đóng cửa các nhà máy sử dụng công nghệ lạc hậu, gây ô nhiễm, các nhà máy không hiệu quả do chi phí đầu vào gia tăng làm giảm nguồn cung, trong khi nhu cầu tăng trưởng nông nghiệp lại thúc đẩy nguồn cầu. Tuy nhiên, các nhà máy urê mới tại Qatar, Algeria đi vào hoạt động cuối năm 2012 và đầu năm 2013 sẽ bù đắp lại nguồn cung giảm này và giữ nguồn cung ở mức ổn định.

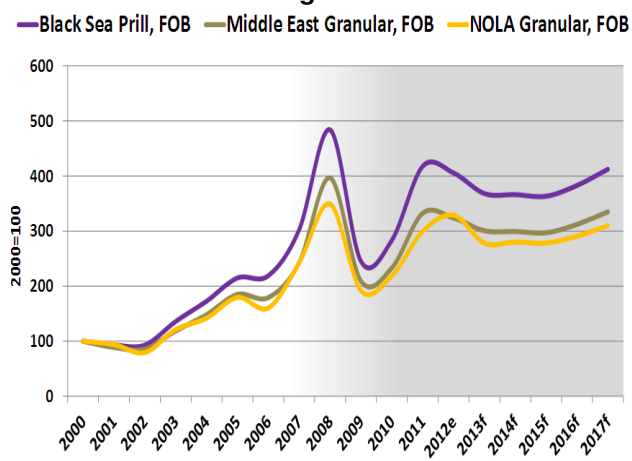
Mức tăng trưởng nguồn cung urê trên thị trường toàn cầu tăng trung bình 4,12% mỗi năm từ 2012 - 2016. Trong khi đó, nhu cầu phân bón trên toàn cầu từ nay đến năm 2016 dự báo tăng trưởng 2,06% mỗi năm và 1,037% tại khu vực Châu Á, như vậy cung cầu phân bón urê trên thế giới vẫn tiếp tục chiều hướng cung lớn hơn cầu. Điều này khiến giá urê trên toàn cầu khó có thể tăng giá, thậm chí giá urê có thể tiếp tục giảm trong ngắn hạn cũng như trong các năm kế tiếp. Theo Fertecon, giá urê năm 2013 được dự báo ở mức 365 - 435 USD/tấn FOB tại các thị trường Nga, Trung Đông và Mỹ. Về dài hạn, mức giá được báo sẽ không quá giảm và dao động khoảng trên dưới 400 USD/tấn (giá FOB) do 1. Đường cong chi phí sản xuất urê trên thế giới duy trì ở mức cao, 2. Giá urê có xu hướng di chuyển với giá dầu trong khi đó giá dầu được kỳ vọng giữ ở mức cao khoảng 100 USD/thùng trong dài hạn.

Cung, cầu thị trường phân urê trên toàn thế giới

World Urea Supply/Demand (million metric tonnes urea)	2012	2013	2014	2015	2016
Supply					
Capacity	192,4	202,8	207,4	224,3	226,1
Total Supply*	165,9	173,7	180,3	189,7	195
Demand					
Fertilizer Demand	143,3	146,2	149,4	152,7	154,4
Non-fertilizer Demand	19	19,7	20,7	21,1	21,7
Total Demand	162,3	165,9	170,1	173,8	176,1
Potential Balance	3,6	7,8	10,2	15,9	18,9
% of Supply	2,2%	4,5%	5,7%	8,4%	9,7%

Nguồn: Prud'homme, IFA, June 2012

Dự báo giá urê trong dài hạn tại các thị trường trên thế giới



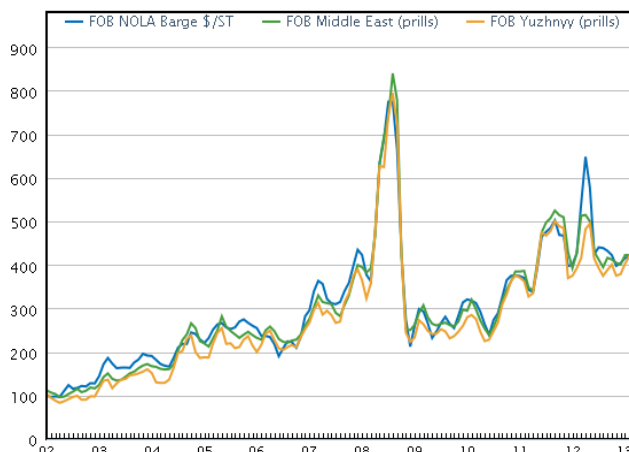
Nguồn: CRU

Năng lực sản xuất của các dự án mới đi vào hoạt động trên thế giới năm 2012 – 2013

Country	Company	Plant/Location	Urea Capacity (ktpa)
2012 Russia	Gazprom	Salavat	300
2012 Russia	PhosAgro	Cherepovets	500
2012 Russia	Acron	Novgorod	330
2012 Qatar	QAFCO 5	Messaieed	1270
2012 Qatar	QAFCO 6	Messaieed	1270
2012 Vietnam	Petro-Vietnam	Ca Mau	800
2012 Vietnam	Vinachem	Ninh Binh	580
2012 France	GPV	Grandpuits	350
2012 Japan	Asahi Kasei	Mizushima	-310
2013 Algeria	Sorfert-OCI	Arzew	1200
2013 Algeria	Edeola	Arzew	1150
2013 Algeria	Edeola	Arzew	1150
2013 Czech Republic	Chemoprol	Litvinov	-220
2013 UAE	Fertil II	Ruwais	1150
2013 Egypt	Mopco	Damietta	1320
2013/14 Venezuela	IPSL	Moron 2	730
2013/14 India	Matix Fert.	Panagarh	1270

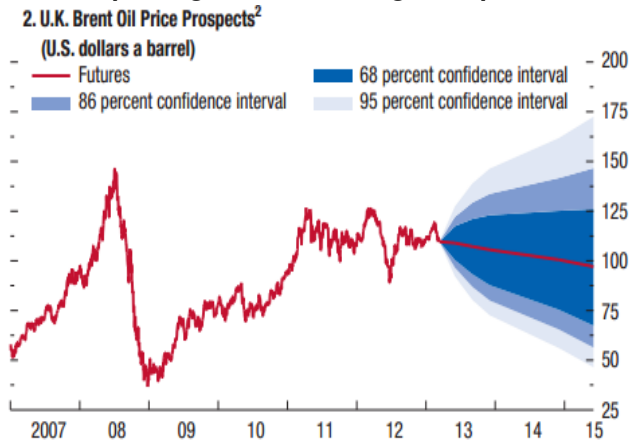
Nguồn: FMB and CIBC World Markets Inc.

Diễn biến giá các loại phân urê giao ngay qua các năm



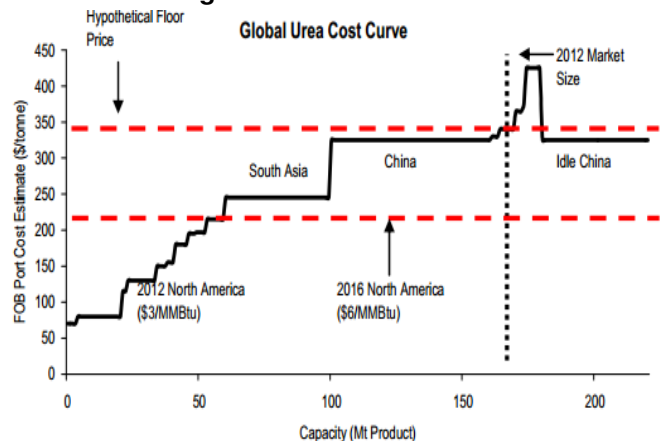
Nguồn: Fetercon

Dự báo giá dầu thô trong dài hạn



Nguồn: International Monetary Fund

Dự báo đường cong chi phí sản xuất urea trên thế giới vào năm 2016



Nguồn: Fetercon

▪ **Trong nước:** Năm 2013, tại Việt Nam nguồn cung phân urê đáp ứng được toàn bộ nhu cầu trong nước nhờ các nhà máy sản xuất mới đi vào hoạt động với tổng công suất thiết kế cao. Tuy nhiên, diễn biến cung cầu trong năm nay chưa thực sự căng thẳng do một số nhà máy mới vẫn chưa hoạt động hết công suất.

Trong đó, tại khu vực phía Nam, DPM sản xuất 770.000 tấn và tiêu thụ dự kiến 800.000 tấn, Đạm Cà Mau sản xuất và tiêu thụ khoảng 760.000 tấn. Tổng sản lượng sản xuất và tiêu thụ trong năm 2013 của 2 nhà máy này vào khoảng 1,53 triệu tấn/năm và 1,56 triệu tấn/năm. Tại phía Bắc, nhà máy Đạm Ninh Bình đã gặp sự cố kỹ thuật dẫn đến việc ngưng sản xuất 71 ngày để khắc phục sự cố và sửa chữa toàn nhà máy. Đến đầu tháng 5/2013 nhà máy đã khắc phục được các sự cố và đưa vào vận hành sản xuất ở mức tải thấp và dần nâng tải lên đạt 70 - 80% công suất thiết kế. Với việc gặp sự cố trên nên nguồn cung ra thị trường của nhà máy Đạm Ninh Bình sẽ thấp hơn so với công suất là 560.000 tấn/năm. Hiện nhà máy Đạm Ninh Bình đang xây dựng các phương án điều hành sản xuất khác nhau để áp dụng với mục tiêu đạt hiệu quả cao nhất, duy trì thời gian chạy máy liên tục. Công ty phần đầu sản xuất và tiêu thụ 400.000 tấn đạm trong năm 2013. Nhà máy Đạm Hà Bắc đang chạy ổn định với công suất 180.000 tấn/năm và đang thực hiện thêm dự án mở rộng lên 500.000 tấn/năm sẽ đi vào hoạt động năm 2014. Như vậy, với khả năng cung ứng của 4 nhà máy đạm hiện nay thì cơ bản đã đáp ứng được nhu cầu toàn quốc là khoảng 2,2 triệu tấn urê trong năm 2013. Về dài hạn, khi năng lực sản xuất của 4 nhà máy đạm đi vào ổn định thì tổng công suất thiết kế lên đến 2,6 triệu tấn so với tổng nhu cầu toàn quốc là khoảng hơn 2 triệu tấn thì cơ bản cung sẽ vượt cầu.

Diễn biến giá cả phân urê trong nước đang trong xu hướng giảm dần từ giữa năm 2012 và sẽ tiếp tục giảm nhẹ trong năm 2013. Sự gia tăng nguồn cung từ 2 nhà máy sản xuất phân urê là Đạm Cà Mau và Đạm Ninh Bình đã tạo ra áp lực cạnh tranh trong nội bộ ngành mạnh mẽ hơn so với giai đoạn trước đây. Hiện giá bán trên thị trường trong nước đang thuộc về người mua và không có sốt giá phân bón khi bước vào các vụ canh tác chính do sản lượng cung ứng dồi dào từ các nhà máy mới sản xuất phân urê trong nước.

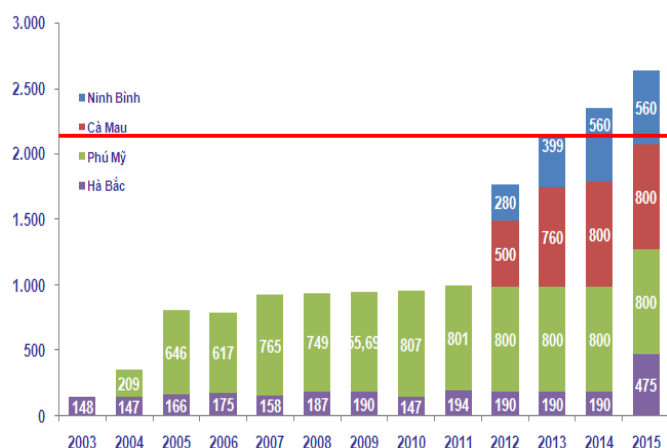
Giá bán lẻ các loại phân urê trong nước tại thời điểm đầu năm 2013

Giá bán lẻ phân bón (Ngàn đồng/tấn)	Tháng 01/2013	Tháng 02/2013	Tháng 03/2013	Tháng 04/2013
Phân ure Cà Mau	9.100	8.920	9.450	9.430
Phân ure Ninh Bình	8.700	x	x	x
Phân ure Phú Mỹ	9.000	9.020	9.600	9.980

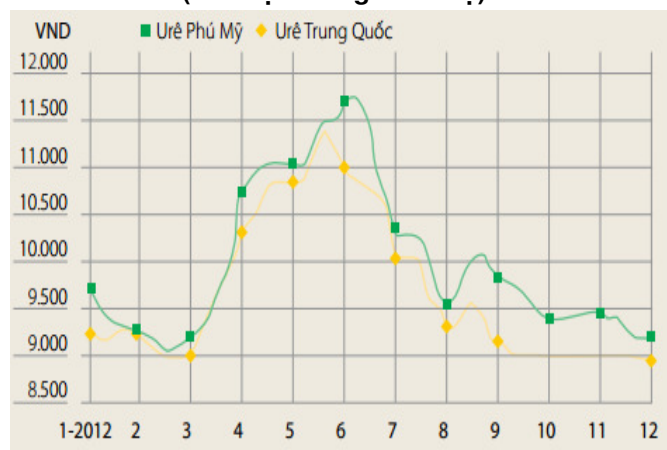
Nguồn: Tin phân bón

Cung, cầu phân urê tại thị trường Việt Nam

Ngân tấn



Nguồn: DPM

**Diễn biến giá urê DPM năm 2012
(khu vực Đông Nam Bộ)**


Nguồn: DPM

2. Kết quả kinh doanh Q.1/2013 của DPM

DPM đã công bố doanh thu hợp nhất Q.1/2013 đạt hơn 2.883 tỷ đồng, giảm 5,67% so với cùng kỳ năm ngoái và đạt 26,93% so với kế hoạch cả năm, lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 704 tỷ đồng, giảm 23,79% so với cùng kỳ và đạt 36,79% kế hoạch cả năm. Trong Q.1/2013, hoạt động kinh doanh sản phẩm urê Phú Mỹ (chiếm 71,38% doanh thu và 99,72% lợi nhuận gộp) đã có sự giảm sút về tỷ suất lợi nhuận gộp do diễn biến giá bán không thuận lợi, giá vốn cao hơn so với cùng kỳ và sản lượng bán hàng trong Q.1/2013 cũng thấp hơn so với Q.1/2012 đã làm tỷ suất lợi nhuận gộp chung trong Q.1/2013 giảm xuống mức 37,49% so với mức 42,75% của cùng kỳ năm trước. Cụ thể, **1.** Giá bán urê tự sản xuất của DPM trong Q.1/2013 là khoảng 416 USD/tấn giảm 6,7% so với mức giá khoảng 446 USD/tấn trong Q.1/2012 do cuối năm 2011 nhà máy Đạm Cà Mau chưa đi vào vận hành nên cung không đủ cầu, do đó giá bán của DPM cao hơn. Tuy nhiên, sau khi nhà máy này đi vào hoạt động, nguồn cung đáp ứng được cầu nên giá bán giảm, **2.** Trong Q.1/2013 giá vốn hàng tồn kho cao hơn so với cùng kỳ Q.1/2012 bởi giá vốn hàng tồn kho vào cuối năm 2011 chuyển sang đầu năm 2012 có giá thành thấp do chưa tăng giá khí lên 40% như cuối năm 2012. Trong năm 2013, giá vốn sản phẩm DPM tiếp tục tăng nhẹ thêm 1,59% do giá khí đầu vào tăng 2% từ mức 6,43 USD/MMBTU năm 2012, **3.** Kết thúc Q.1/2013, sản lượng kinh doanh sản phẩm DPM Q.1/2013 đạt là 252.000 tấn, giảm 6,32% so với cùng kỳ năm 2012.

Một sự thay đổi trong kết quả hoạt động trong Q.1/2013 so với cùng kỳ năm trước là việc DPM không còn bao tiêu phân phối DCM từ tháng 11/2012. Nhà máy Đạm Cà Mau sẽ sử dụng nhiều đại lý thay vì chỉ có DPM giống như đầu năm 2012. Việc hoạt động độc lập giữa DPM và DCM, trong ngắn hạn có những tích cực lên kết quả kinh doanh do tổng chi phí cho hoạt động bao tiêu (chi phí bán hàng, chi phí quản lý) sản phẩm này trong năm 2012 cao hơn rất nhiều so với lợi nhuận thu về, nhưng về dài hạn có thể làm ảnh hưởng vị thế của DPM trên thị trường. Như vậy năm 2013, sản phẩm DCM đã được chuyển sang một mặt hàng kinh doanh thông thường của DPM thay vì bao tiêu như năm 2012, mức tỷ suất lợi nhuận gộp từ sản phẩm DCM cũng dao động ở mức 2 - 3% như các sản phẩm phân phối khác. Hiện mảng kinh doanh các loại phân bón, hóa chất khác (bao gồm DCM, NPK, các loại phân bón và hóa chất khác như SA, DAP, Kali...) đang chiếm 28,62% doanh thu nhưng chỉ đóng góp 3,03% lợi nhuận gộp do hoạt động kinh doanh này thường phụ thuộc vào mức chiết khấu của nhà sản xuất nên có tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức thấp. Trong Q.1/2013, DPM xuất bán khoảng 79.100 tấn phân bón các loại bao gồm 13.400 tấn DCM, 3.700 tấn NPK và 62.000 tấn các loại phân bón, hóa chất khác.

Nguồn thu giảm trong bối cảnh mọi chi phí hoạt động tăng mạnh đã khiến lãi Q.1/2013 còn hơn 704 tỷ đồng, cụ thể chi phí bán hàng tăng 41,22% và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 47,20% so với cùng kỳ. Nguyên nhân được xác định là do chi phí vận chuyển, bốc xếp và các chi phí khác trong lưu thông đều tăng so với cùng kỳ trong khi để giữ vững thị phần DPM phải tăng cường công tác bán hàng đến các địa điểm xa các kênh phân phối của mình trước bối cảnh cạnh tranh tăng cao từ các nhà sản xuất phân urê trong nước. Thêm vào đó, việc tăng tỷ lệ chiết khấu hoa hồng trích cho đại lý nhằm khuyến khích các đại lý luôn ưu tiên phân phối sản phẩm DPM khi trên thị trường hiện đã có thêm sản phẩm DCM và Đạm Ninh Bình.

Kết quả kinh doanh hợp nhất Q.1/2013 của DPM

Chỉ tiêu	Q.1/2013	Q.1/2012	KH 2013	+/- %QoQ	%KH
1. Sản lượng sản xuất	219.332	207.738	770.000	5,58%	28,48%
2. Sản lượng kinh doanh					
- Sản lượng DPM tự sản xuất	252.000	269.000	800.000	-6,32%	31,50%
- Kinh doanh các loại phân bón khác	79.100	40.300	385.000	96,28%	20,55%
- Phân phối DCM	13.400	19.800	150.000	-32,32%	8,93%
- Kinh doanh NPK	3.700	1.500	43.000	146,67%	8,60%
- Các loại phân bón, hóa chất khác	62.000	19.000	192.500	226,32%	32,21%
Doanh thu thuần	2.883.731	2.728.970	10.710.000	5,67%	26,93%
Giá vốn hàng bán	1.802.655	1.562.377	—	15,38%	—
Lợi nhuận gộp	1.081.076	1.166.593	—	-7,33%	—
Tỷ suất lợi nhuận gộp	37,49%	42,75%	—	-12,3%	—
Thu nhập tài chính	76.879	145.063	—	-47,00%	—
Chi phí tài chính	550	569	—	-3,24%	—
Trong đó: Chi phí lãi vay	435	181	—	140,88%	—
Chi phí bán hàng	164.238	116.302	—	41,22%	—
Chi phí quản lý doanh nghiệp	203.595	138.311	—	47,20%	—
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	789.571	1.056.473	—	-25,26%	—
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	27,38%	38,71%	—	-29,27%	—
Lợi nhuận khác	4.414	1.681	—	162,58%	—
Lợi nhuận từ công ty liên kết	—	-1.664	—	-100,00%	—
Lợi nhuận trước thuế	793.986	1.056.490	2.120.000	-24,85%	37,45%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	704.526	924.512	1.915.000	-23,79%	36,79%
EPS	1.854	2.433	5.040	-23,79%	36,79%

Nguồn: BCTC hợp nhất Q.1/2013 của DPM

3. Dự báo kết quả kinh doanh năm 2013 và các năm kế tiếp của DPM

Năm 2013 sẽ là năm thực sự khó khăn và thách thức với DPM, khi mà thị trường phân urê sẽ thay đổi căn bản từ tình trạng thiếu nguồn cung chuyển thành cơ bản đáp ứng đủ nhu cầu. Về dài hạn tình trạng dư thừa nguồn cung trong nước ước tính khoảng 300.000 - 500.000 tấn/năm, DPM sẽ gặp khó khăn hơn trong việc tiêu thụ hàng do việc cạnh tranh quyết liệt hơn giữa các nhà sản xuất trong nước cũng như giá bán sẽ không thuận lợi. Do vậy, khi dự báo kết quả kinh doanh của DPM, chúng tôi đưa ra những lập luận sau làm cơ sở cho việc dự báo:

+ Về sản lượng sản xuất và tiêu thụ:

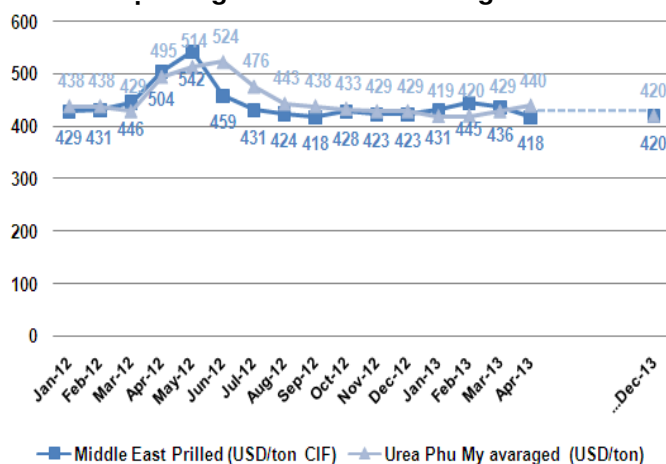
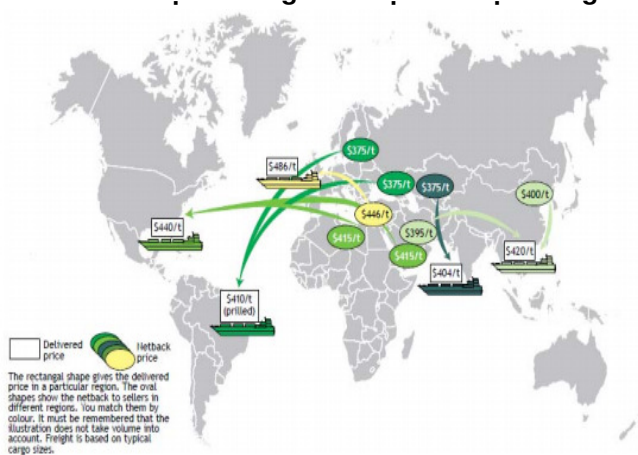
- **Sản phẩm urê DPM tự sản xuất:** Sản lượng sản xuất trong năm 2013 của DPM dự kiến đạt 770.000 tấn do nhà máy DPM dự kiến sẽ được đóng cửa 30 ngày trong tháng 09/2013 để bảo trì nên sản lượng cung cấp ra thị trường sẽ không cao như sản lượng sản xuất năm 2012 là 856.000 tấn.

Về sản lượng tiêu thụ trong năm nay của DPM ước tính đạt 800.000 tấn (bao gồm cả hàng tồn kho trung bình bằng 1 tháng trên khả năng sản xuất trong 1 năm). Trong năm nay và các năm sau, cơ bản DPM sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc tiêu thụ hết nguồn hàng và chúng tôi ước tính sản lượng kinh doanh vẫn duy trì ở mức trung bình 800.000 tấn/năm do: **1.** Sản phẩm DPM đã có chỗ đứng trên thị trường gần 10 năm, tạo được thương hiệu uy tín và được nông dân tin dùng nên vẫn giữ vững thị phần urê trong nước (khoảng 40% thị phần), **2.** Một hướng đi mà DPM đang nỗ lực triển khai là xuất khẩu khi việc tiêu thụ trong nước trở nên khó khăn hơn. Để thực hiện các mục tiêu này, DPM triển khai theo 2 hướng: **thứ nhất** là hợp tác với các nhà kinh doanh phân bón quốc tế lớn, thông qua họ xuất khẩu hàng tới các nước có nhu cầu; **thứ hai** là trực tiếp xâm nhập thị trường các nước trong khu vực. Thực tế, trong năm 2012 DPM cũng đã xuất khẩu gần 100.000 tấn sản phẩm sang các thị trường Philippines, Campuchia, Hàn Quốc... đồng thời xuất khẩu các lô hàng thử nghiệm sang thị trường Myanmar. Do vậy, chúng tôi cho rằng dù tiêu thụ trong nước hay xuất khẩu thì sản lượng bán hàng trong thời gian tới của DPM vẫn duy trì ở mức tối đa. Tuy nhiên, giá bán đối với hàng xuất khẩu sẽ thấp giá bán trong nước vì giá xuất khẩu chỉ bán được ở giá FOB (Giá FOB giữa hàng nhập và hàng xuất là tương đương) trong khi giá bán trong nước của DPM căn cứ giá CIF hàng nhập.

- **Các loại phân bón khác:** Năm 2013 sẽ có những sự thay đổi trong cách phân loại sản phẩm DCM và NPK. So với các năm trước kinh doanh sản phẩm DCM và NPK được xem như 2 nhóm sản phẩm chính riêng biệt tách khỏi hoạt động kinh doanh các loại phân bón khác như phân SA, DAP, Kali..., thì từ năm 2013 DPM sẽ gộp chung. DPM cho rằng điều chỉnh cách phân chia này nhằm phản ánh đúng bản chất của hoạt động phân phối thương mại. Cụ thể: **1.** Đối với sản phẩm DCM, DPM xem như một sản phẩm phân phối thông thường trên thị trường không bao tiêu như trước đây, **2.** Sản phẩm NPK, hiện không do DPM sản xuất mà được thuê gia công bởi Công ty Phân bón Việt Nhật nên cũng được như sản phẩm phân phối thông thường (Trong thời gian tới khi DPM có những điều chỉnh trong việc định hướng trở thành nhà sản xuất NPK thì có thể sản phẩm này sẽ được xem là sản phẩm chính bên cạnh sản phẩm urê tự sản xuất của DPM). Tuy nhiên, do việc kinh doanh các mặt hàng phân bón khác đem về tỷ suất sinh lợi khá thấp khoảng 2 - 3% lợi nhuận gộp đối với hàng nhập khẩu và sản phẩm DCM, 15 - 20% đối với phân NPK do phụ thuộc vào mức chiết khấu của nhà sản xuất. Do vậy trong dự báo kết quả kinh doanh của mảng hoạt động này, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận gộp sẽ duy trì ở mức tương đối ổn định tương ứng với tỷ suất lợi nhuận gộp của từng sản phẩm.

+ **Về giá bán:** Giá bán đầu ra là rủi ro lớn nhất của DPM, điều này sẽ làm lợi nhuận dự kiến

năm 2013 của DPM sẽ rất khó duy trì như năm 2012. Mức giá bán thực tế trong Q.1/2013, đạt 416 USD/tấn giảm 6,7% so với mức giá khoảng 446 USD/tấn trong Q.1/2012 và giảm 4,14% so với trung bình cả năm 2012 đạt 434 USD/tấn. Tuy nhiên, so với mức giá bán dự báo trong năm 2013 của báo cáo lần đầu là 381 USD/tấn thì mức giá bán thực tế hiện nay vẫn cao hơn so với dự báo là 9,18%. Sở dĩ giá bán có mức giảm không đáng kể so với báo cáo lần đầu do: **1.** Thực tế nguồn cung trong nước vẫn đang cân bằng với nhu cầu do một số nhà máy mới như Đạm Ninh Bình, Đạm Cà Mau vẫn chưa vận hành hết công suất, **2.** DPM có những lợi thế là đơn vị đầu ngành nên luôn có mức giá bán tốt hơn so với trung bình ngành và trung bình giá nhập nhập khẩu (theo giá CIF), **3.** Thực tế giá bán phân urê cũng không thể giảm sâu do tổng chi phí định mức của các doanh nghiệp sản xuất hàng đầu trên thị trường thế giới có xu hướng tăng dần chi phí do giá khí đầu vào tăng, **4.** Giá phân bón có liên hệ mạnh mẽ với giá dầu thô (hay giá khí), dự báo giá dầu thô trong dài hạn vẫn giữ ở mức cao khoảng 100 USD/thùng. Về dài hạn, lượng dư cung do việc hoạt động hết công suất ở nhà máy Đạm Cà Mau và Đạm Ninh Bình có thể sẽ gây thêm sức ép trong việc giảm giá bán. Tuy nhiên, mức giá bán sẽ không giảm quá mức, theo Fertecon dự báo mức giá bán trung bình trong dài hạn có thể đạt 415 USD/tấn (theo giá CIF).

Dự báo giá urê của DPM trong 2013

Giao dịch theo giá CIF tại các thị trường


Nguồn: FPT

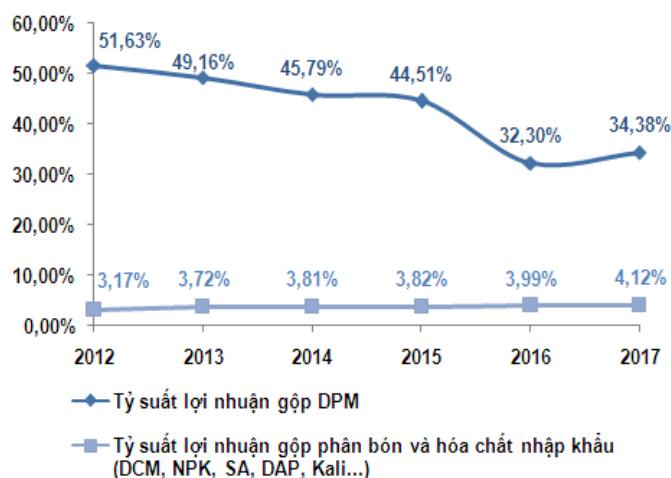
Nguồn: Báo cáo Q.1/2013 của FMB and CIBC World MarketsInc

Dự báo giá urê tại DPM trong dài hạn

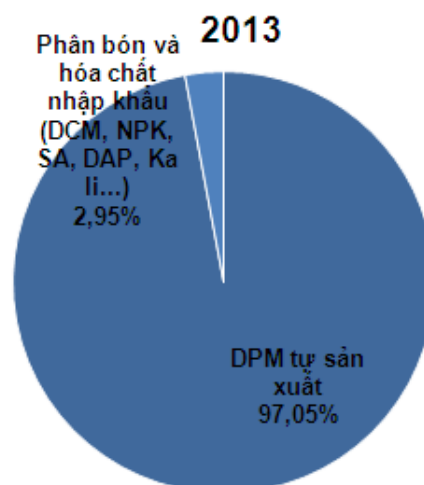
Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016	Sau 2016
Dự báo giá bán urê của DPM (Báo cáo lần đầu 24/12/2012)	434	381	391	376	401	401
Dự báo giá bán urê của DPM (Cập nhật 24/05/2013)	434	420	400	397	402	415
<i>Trong đó cách tính giá bán cập nhật theo Fertecon</i>						
Giá FOB (USD)	421,5	403	383	380	385	398
Chiết khấu 2%	413	395	375	372	377	390
Giá bán CIF (USD)	438	420	400	397	402	415

Nguồn: Fertecon và FPT ước tính

+ Về giá vốn: Theo lộ trình tăng giá khí đầu vào được ký kết giữa DPM và GAS, thì trong suốt khoảng thời gian từ 2012 – 2016, giá khí chỉ tăng 2% mỗi năm. Như vậy, với lộ trình tăng giá khí trong 5 năm gần nhất không phải là vấn đề đáng lo ngại đối với DPM. Vì vậy, trong mô hình dự báo lợi nhuận, chúng tôi dự báo giá vốn hàng bán phân urê tự sản xuất của DPM sẽ tăng 1,67% đến 1,62% giai đoạn 2013 - 2016. Sau giai đoạn này mức giá vốn được tính theo giá khí dự báo trên thị trường thế giới trong dài hạn, tương ứng với mức giá khí đạt 8,74 USD/MMBTU như báo cáo lần đầu chúng tôi đã đề cập.

Tỷ suất lợi nhuận gộp DPM tự sản xuất và kinh doanh các loại phân bón, hóa chất khác


Nguồn: FPTS ước tính

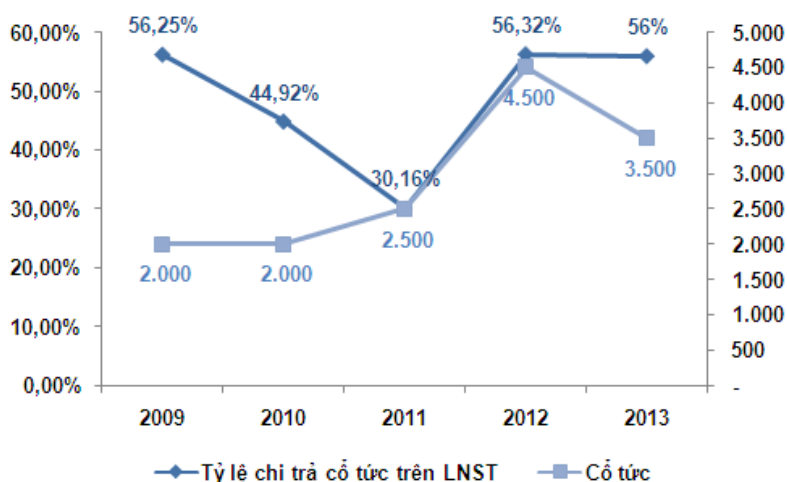
Cơ cấu lợi nhuận gộp từng mảng hoạt động năm 2013


Nguồn: FPTS ước tính

+ Thu nhập tài chính: Hiện DPM có số dư tiền mặt khoảng 5.629 tỷ đồng và sẽ tiếp tục tăng lên theo mỗi năm khoảng 2.000 đến 2.400 tỷ đồng từ kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Với dòng tiền mặt mạnh và chưa kế hoạch cụ thể triển khai các dự án đầu tư nên thu nhập tài chính sẽ đóng góp quan trọng vào kết quả kinh của DPM. Trong năm 2013, chúng tôi dự báo lượng tiền mặt của công ty có thể đạt 6.923 tỷ đồng và thu nhập tài chính khoảng gần 407 tỷ đồng nhờ lượng tiền mặt nhiều. So với năm 2012, tổng thu nhập tài chính đạt hơn 562 tỷ đồng thì thu nhập tài chính dự báo có điều chỉnh giảm do lãi suất tiền gửi năm 2013 kỳ hạn ngắn đã dao động về mức 7%/năm đối với mức lãi suất ngắn hạn.

+ Kế hoạch đầu tư và chi trả cổ tức 2013: Do tiến độ triển khai một số dự án lớn bị chậm, một số dự án lớn như tổ hợp nhà máy sản xuất Amoniac công suất 450,000 tấn/năm và Nitrat Amon công suất 200,000 tấn/năm sẽ được triển khai ít nhất sau năm 2014, hiện cả 2 dự án này đang trong giai đoạn nghiên cứu khả thi. Bên cạnh đó, dự án góp vốn đầu tư mua lại Nhà máy Đạm Cà Mau cũng chưa thực hiện được theo chỉ đạo của Chính phủ. Một số dự án khác như dự án Nhà máy NPK, DPM vẫn tiếp tục theo đuổi nhưng chưa có kế hoạch đầu tư cụ thể. Hiện kế hoạch đầu tư năm 2013, DPM chỉ sẽ chi khoảng 222,7 tỷ đồng cho việc đầu tư tài sản cố định phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh hiện có như kho cảng, hệ thống phân phối... Đây là khoản chi tương đối nhỏ so với quy mô của DPM.

Năm 2013, DPM đề xuất kế hoạch chia cổ tức bằng tiền mặt được giữ nguyên như kế hoạch 2012, tỷ lệ dự kiến là 25%/mệnh giá cổ phiếu. Tuy nhiên, nhiều khả năng công ty sẽ nâng tỷ lệ chi trả cổ tức lên cao hơn so với kế hoạch, tương tự như năm 2012 đã từng thực hiện (tăng tỷ lệ chi trả từ 25% lên 45%) do lượng tiền mặt lớn, kế hoạch đầu tư mở rộng khiêm tốn trong năm 2013 và khả năng hoàn thành kế hoạch cao. Trong đó, lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ Q.1/2013 đạt 704 tỷ đồng, bằng 36,79% kế hoạch năm (1.915 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng DPM sẽ duy trì mức trả cổ tức khoảng 55-56% lợi nhuận sau thuế. Theo đó, mức trả cổ tức có thể đạt là 3.500đ/cổ phiếu trong năm 2013, và các năm tiếp thì sẽ tùy thuộc vào kết quả kinh doanh thực tế mỗi năm nhưng vẫn duy trì tỷ lệ chi trả trên mức thu nhập của cổ đông khoảng 55% nếu chưa có kế hoạch giải ngân các dự án lớn.

Tỷ lệ chi trả cổ tức qua các năm và dự báo năm 2013 tại DPM


Nguồn: DPM và FPTS dự báo

Dự báo kết quả kinh doanh của DPM trong năm 2013 và các năm kế tiếp

Chỉ tiêu	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu thuần	13.433.862	9.883.901	9.492.881	9.434.228	9.556.983
Giá vốn hàng bán	8.997.366	6.310.517	6.307.745	6.357.452	7.262.549
Lợi nhuận gộp	4.324.486	3.573.384	3.185.136	3.076.776	2.294.434
Chi phí bán hàng	637.119	612.802	588.559	584.922	592.533
Chi phí quản lý doanh nghiệp	673.971	642.454	617.037	613.225	621.204
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	3.013.396	2.318.128	1.979.540	1.878.629	1.080.697
Thu nhập từ HĐTC	562.892	406.948	476.652	534.858	591.826
Thu nhập từ công ty liên kết và khác	- 32.690	2.321	2.321	2.321	2.321
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)	3.543.598	2.727.397	2.458.512	2.415.807	1.674.843
- Chi phí lãi vay	1.548	2.633	5.310	5.068	2.462
Lợi nhuận trước thuế	3.542.050	2.724.764	2.453.202	2.410.739	1.672.381
Thuế TNDN	474.403	408.715	367.980	361.611	250.857
Lợi nhuận sau thuế	3.067.647	2.316.049	2.085.221	2.049.128	1.421.524
Lợi ích cổ đông thiểu số	50.796	33.214	29.904	29.386	20.386
LNST riêng công ty mẹ	3.016.851	2.282.835	2.055.318	2.019.742	1.401.138
EPS	7.991	6.009	5.410	5.316	3.688

Nguồn: DPM và FPTS dự phóng

4. Định giá

Chúng tôi tiến hành định giá cập nhật cổ phiếu DPM dựa trên việc sử dụng 2 phương pháp định giá thông dụng là phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) 1 giai đoạn và so sánh tương đối (EV/EBITDA) như báo cáo lần đầu trước đây trước đã ước tính. Với các ước tính theo số liệu cập nhật bên dưới, đưa ra kết quả với giá mục tiêu là 41.900 đồng/cp. Giá mục tiêu trong lần cập nhật này đã thấp hơn so với giá hiện tại là 43.500 đồng/cp. Do đó, chúng tôi vẫn duy khuyến nghị **NĂM GIỮ ĐỐI** với cổ phiếu này.

Tỷ trọng từng phương pháp định giá

Đơn vị: Đồng/cp

Phương pháp/mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân giá quyền
FCFF	41.403	50%	20.701
EV/EBITDA	42.299	50%	21.150
Giá bình quân		100%	41.851

Nguồn: FPTIS dự phóng

- Phương pháp xác định giá FCFF của chúng tôi cập nhật một số chỉ tiêu chính như sau:

1. Lãi suất phi rủi ro vẫn giữ nguyên là 9,5% cho kỳ hạn trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm.

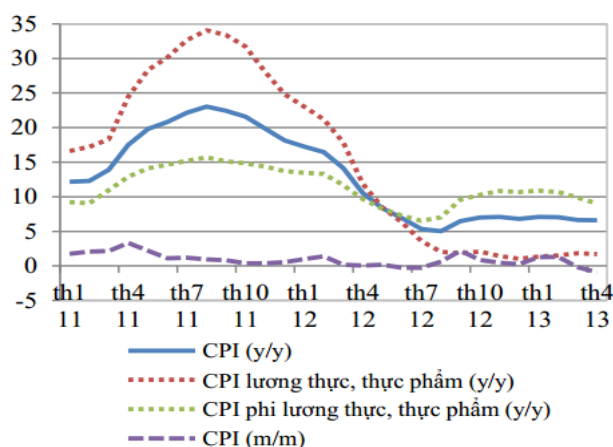
2. Phần bù rủi ro thị trường giảm còn 10% so với báo cáo trước là 12% do lạm phát tại Việt Nam đã ổn định lại và xu hướng lãi suất cũng đang giảm dần. Hiện nay, môi trường kinh tế vĩ mô đã ổn định hơn nên chúng tôi cho rằng đây là lúc thích hợp để giảm tỷ lệ chiết khấu. Năm 2013, tỷ lệ lạm phát kỳ vọng đạt 7,8%/năm và tăng trưởng GDP năm 2013 dự báo sẽ khá quan hơn với mức tăng trưởng 5,5%.

3. Hệ số beta cập nhật theo tương quan của cổ phiếu DPM với VNindex với độ dài là 5 năm tính đến thời điểm lập báo cáo.

Tổng kết lại, chi phí sử dụng vốn cổ phần (Re) ước tính trên báo cáo cập đạt 20,4% so với báo cáo lần đầu là 23,3%, Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) đạt 20,39% tương đương với Re do cơ cấu nguồn vốn chủ yếu là vốn chủ sở hữu nên suất chiết khấu gần như không có sự khác biệt.

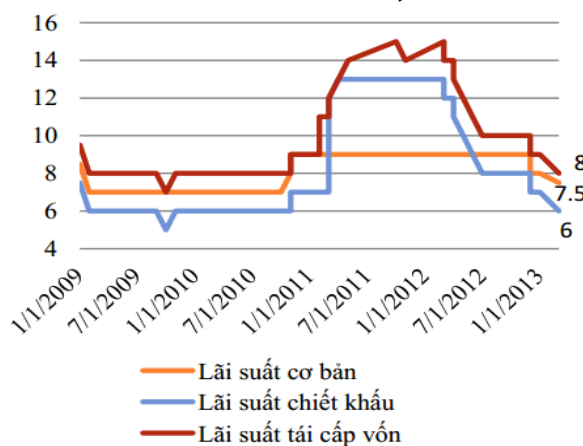
4. Tỷ lệ tăng trưởng như cách tính trong báo cáo lần đầu với tỷ lệ tăng trưởng dài hạn theo nhu cầu tiêu thụ phân bón tại khu vực Châu Á khoảng 1,037%/năm sau năm 2013 (theo ước tính của FAO).

Chỉ số giá tiêu dùng



Nguồn: vepr.org.vn

Lãi suất điều hành, %



Nguồn: vepr.org.vn

Dự báo một số chỉ báo kinh tế tại Việt Nam

Table 25 Vietnam						
Source: Oxford Economics.						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Real GDP growth (% per year)	6.0	5.0	5.5	6.9	7.1	6.6
CPI inflation (% per year)	18.7	9.3	7.8	6.4	4.8	4.5
Current account balance (% of GDP)	0.2	4.4	0.1	-1.2	-1.0	-0.4
External debt total (% of GDP)	27.7	21.0	18.8	18.0	17.2	16.0
Short-term interest rate (%)	15.0	8.3	7.0	6.0	6.0	6.0
Exchange rate per US\$ (year average)	20,509.8	20,859.4	21,402.3	21,995.1	22,497.6	22,900.3
Government balance (% of GDP)	-2.8	-3.5	-3.4	-3.1	-2.8	-2.6
Population (millions)	88.8	89.7	90.6	91.5	92.4	93.2
Nominal GDP (US\$b)	123.6	139.5	154.6	171.1	187.7	205.3
GDP per capita (US\$ current prices)	1,392.4	1,555.2	1,705.8	1,869.3	2,030.3	2,202.6

Nguồn: Oxford Economics; World Bank

Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

Đơn vị: Triệu đồng, Triệu cổ phiếu

FCFF	2013	2014F	2015F	2016F
FCFF	3.253.094	2.410.101	2.144.069	2.116.915
Thời gian dự phóng	4			
Suất chiết khấu (WACC)	20,34%	20,15%	19,95%	19,74%
Hiện giá của dòng tiền	2.703.186	1.666.777	1.236.137	1.019.236
Tổng hiện giá của dòng tiền (4 năm)	7.194.222			
Hiện giá giá trị dòng tiền cuối (Năm 2016)	3.106.612			
Giá trị công ty	10.300.834			
Cộng: Tiền và các chứng khoán ngắn hạn	5.691.453			
Trừ: Nợ vay	9.206			
Giá trị vốn chủ sở hữu	16.001.493			
Lợi ích cổ đông thiểu số	351.274			
Giá trị vốn chủ sở hữu công ty mẹ	15.631.806			
Số cổ phiếu hiện hành (triệu CP)	378			
Giá trị nội tại	41.403			

Nguồn: FPTs dự phóng

- **Sử dụng phương pháp so sánh với EV/EBITDA:** Trong lần cập nhật này, chúng tôi liệt kê thêm các chỉ số tài chính và chỉ số định giá theo phương pháp so sánh của các doanh nghiệp đầu ngành phân bón của từng khu vực để có cách nhìn tổng quan về quy mô và hiệu quả hoạt động từng công ty trong danh sách này. Theo đó, chỉ số EV/EBITDA của các công ty hàng đầu trên thế giới có mức định giá dao động từ 4 đến 9,5 lần. Trong khi đó, chỉ số định giá của các công ty phân bón tại châu Á trong đó có DPM có quy mô nhỏ hơn nhưng hiệu quả hoạt động tính trên ROE cao hơn thì mức định giá trung bình đạt khoảng 2,14 đến 6,28 lần. Do vậy, chúng tôi cho rằng tỷ số định giá của DPM có thể phải cao hơn do tỷ suất lợi nhuận và ROE của DPM luôn cao hơn hẳn các công ty cùng ngành có cùng quy mô. Chúng tôi vẫn tham chiếu mức định giá của các công ty trong khu vực, nhưng sẽ tăng thêm 25,47% căn cứ trên ROE của DPM cao hơn so với các công ty hàng đầu và các công ty trong khu vực. Kết quả ước tính cho ra EV/EBITDA đạt ở mức 5,52 lần, chúng tôi cho rằng hợp lý khi chỉ số định giá đã cân bằng được giữa quy mô và hiệu quả hoạt động.

Tóm tắt định giá theo phương pháp so sánh tương đối

EV/EBITDA	Thông số
EBITDA DPM	2.911.401
EV/EBITDA trung vị ngành	5,52
EV/EBITDA DPM	16.070.934
Giá trên một cổ phần	42.299

Nguồn: FPTs dự phóng

Các chỉ tiêu so sánh với các doanh nghiệp phân bón hàng đầu trên thế giới và khu vực

STT	Tên Công ty	Quốc gia	Tỷ suất EBITDA 2013F	Tỷ suất lợi nhuận gộp	ROE 2013F	EBITDA (bił USD)	EV/EBITDA
Large Cap North America							
1	Potashcorp	USA	52,5%	43,2%	23,3%	3,550	9,5
2	Agrium	USA	16,0%	27,1%	19,1%	2,590	5,8
3	Mosaic	USA	28,3%	28,0%	10,4%	3,160	8,1
4	CF Industries	USA	50,1%	52,0%	24,5%	3,430	4,0
Large Cap European							
5	Yara	Na Uy	17,7%	26,0%	17,3%	2,427	5,1
6	K+S	Đức	26,3%	45,1%	15,5%	1,333	6,5
7	Israel Chemicals	Israel	28,5%	41,1%	33,2%	1,933	7,8
8	Kemira OYJ	Phần Lan	11,85%	12,72%	8,72%	8,720	8,72
Median			28,3%	41,1%	19,1%	2,590	6,51
Small Cap Asia							
9	Deepak Fertilisers	India	14,3%	29,47%	14,5%	0,074	3,86
10	Gujarat State Fertilizers & Chemicals Ltd.	India	15,7%	14,97%	13,8%	0,167	2,14
11	Fauji Fertilizer Co	Pakistan	42,9%	14,51%	81,0%	0,323	4,88
12	Engro Fertilizer Company Ltd.	Pakistan	21,9%	17,25%	23,2%	0,255	4,66
13	Fatima	Pakistan	58,7%	58,49%	30,2%	0,166	4,23
14	China XLX Fertiliser	China	17,10%	18,24%	14,80%	0,101	6,28
15	Cangzhou Dahua	China	17,17%	23,81%	20,96%	0,127	4,40
Median			17,17%	18,24%	19,00%	0,166	4,40
Petrovietnam Fertilizer and Chemicals Corporation		Viet Nam	29,46%	36,15%	25,06%	0,182	—

Nguồn: Infincialsanalytics và FPTTS tổng hợp

Diễn giả khuyến nghị :

- **Đánh giá về giá trị cổ phiếu**

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần Công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng. **Các thang điểm từ mức 5 (mua mạnh với mức giá thị trường hiện tại) đến mức 1 (bán mạnh với mức giá thị trường hiện tại).**

Đánh giá về giá cổ phiếu	Diễn giải
5/5	Mua mạnh - Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 25%
4/5	Mua - Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 15% đến 25%
3/5	Nắm giữ - Nếu giá mục tiêu trong biên độ +/-15% giá thị trường
2/5	Bán - Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 15% đến 25%
1/5	Bán mạnh - Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 25%

- **Lịch sử khuyến nghị:**

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
24/12/2012	NẮM GIỮ	35.300	37.800
27/05/2013	NẮM GIỮ	43.500	41.900

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 kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, CTCP Chứng khoán FPT nắm giữ 27 cổ phiếu và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ 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 <https://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**

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888

PHỤ LỤC

Dự phóng bảng cân đối kế toán hợp nhất DPM trong giai đoạn 2013 – 2016

Đơn vị: Triệu đồng

Chi tiêu	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
Tiền và các khoản tương đương tiền	7.247.741	7.735.348	8.344.311	8.920.019	8.557.192
Đầu tư tài chính ngắn hạn	202.000	202.000	202.000	202.000	62.077
Các khoản phải thu	554.217	549.587	547.248	544.908	236.052
Hàng tồn kho	1.785.044	2.057.239	2.061.179	2.065.065	941.114
Tài sản ngắn hạn khác	147.353	147.353	147.353	147.353	147.353
Tổng tài sản ngắn hạn	7.203.995	8.080.609	8.902.111	9.720.926	9.943.787
Tài sản cố định (giá trị còn lại)	1.940.626	2.194.347	2.128.247	2.064.134	2.006.738
Xây dựng cơ bản dở dang	430.767	-	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	574.627	574.627	574.627	574.627	574.627
Tài sản dài hạn khác	134.825	134.825	134.825	134.825	134.825
Giá trị ròng TSCĐ	295.672	288.714	281.919	275.285	268.806
Tổng tài sản dài hạn	3.376.517	3.192.513	3.119.618	3.048.871	2.984.996
TỔNG TÀI SẢN	10.580.512	11.273.122	12.021.729	12.769.797	12.928.783
Các khoản phải trả	398.388	253.171	253.060	255.054	291.366
Vay ngắn hạn	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	969.862	719.571	691.104	686.834	695.771
Tổng nợ ngắn hạn	1.395.988	983.323	955.437	953.910	999.906
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-	-
Tổng nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ	1.415.022	1.004.989	968.240	967.563	1.014.409
Vốn điều lệ	3.800.000	3.800.000	3.800.000	3.800.000	3.800.000
Cổ phiếu quỹ	-85.447	-2.297	-2.297	-2.297	-2.297
Chênh lệch tỷ giá	-70.095	-70.095	-70.095	-70.095	-70.095
Lợi nhuận giữ lại và các quỹ	5.315.471	6.301.750	7.057.202	7.776.560	7.868.314
Lợi ích cổ đông thiểu số	205.561	238.775	268.679	298.065	318.451
Vốn chủ sở hữu	9.165.490	10.268.133	11.053.489	11.802.233	11.914.373
TỔNG NGUỒN VỐN	10.580.512	11.273.122	12.021.729	12.769.797	12.928.783

Dự phóng báo cáo lưu chuyển tiền tệ hợp nhất DPM trong giai đoạn 2013 – 2016

Đơn vị: Triệu đồng

Chi tiêu	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
Tiền đầu đầu kỳ	4.070.457	5.629.377	6.809.309	7.640.828	8.454.650
Lợi nhuận sau thuế	3.182.561	2.316.049	2.085.221	2.049.128	1.421.524
Khấu hao	212.835	184.004	221.153	213.140	205.389
Điều chỉnh các khoản không dùng tiền mặt	-	-	-	-	-
Hoạt động khác	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	382.143	-90.730	-17.775	-6.418	-74.221
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	3.279.542	2.409.323	2.288.600	2.255.850	1.552.692
Thanh lý TSCĐ	-	-	-	-	1
Chi mua sắm TSCĐ	-372.106	0	-148.259	-142.393	-141.513
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-	-	-	-	-
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	-	-	-	-	-
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	-	-	-	-	-
HĐĐT khác	-	-	-	-	-

Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	134.625	0	-148.259	-142.393	-141.513
Cổ tức đã trả	-1.881.929	-1.329.770	-1.329.770	-1.329.770	-1.329.770
Tăng/Giảm vốn	0	-	-	-	-
Thay đổi nợ ngắn hạn	83.579	-	-	-	-
Thay đổi nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Các HĐTC khác	0	33.214	29.904	29.386	20.386
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	27.009	17.229	20.947	30.135	21.134
Tổng lưu chuyển tiền tệ trong kỳ	1.559.247	1.179.932	831.519	813.822	102.543
Tiền đầu cuối kỳ	5.629.377	6.809.309	7.640.828	8.454.650	8.557.193