

NGÀNH: PHÂN BÓN

Ngày 10 tháng 07 năm 2024

TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ - CTCP (HSX: DPM)
Ngô Bá Nguyễn

Chuyên viên phân tích

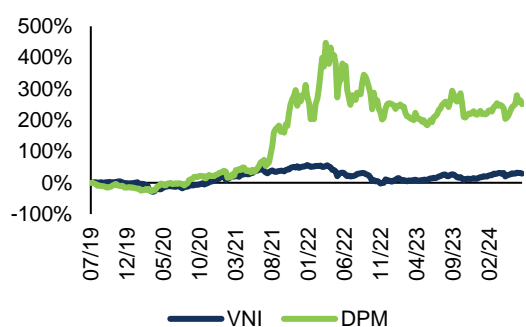
Email: nguyennb@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext : 7560

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Hữu Thiên Ân

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu DPM và VNINDEX

Thông tin giao dịch 10/07/2024

Giá hiện tại (đồng/cp)	37.950
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	40.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	28.400
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	391
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	391
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	2.953.620
% sở hữu nước ngoài	8,22%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.914
Vốn hóa (tỷ đồng)	14.851
P/E trailing 12 tháng (lần)	28x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	1.372

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí-CTCP
Địa chỉ	Số 43 Mạc Đĩnh Chi, P. Đa Kao, Q.1, Tp.HCM
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại phân bón vô cơ và hữu cơ
Chi phí chính	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Rủi ro thay đổi cơ cấu nguồn khí, rủi ro về các chính sách thương mại

Giá thị trường:
37.950
Khuyến nghị
Giá mục tiêu:
35.400
THEO DÕI
Chênh lệch:
-6,7%
KHÓ KHĂN TIẾP DIỄN

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DPM – Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí – CTCP bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFE với tỷ trọng 50:50. Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của DPM là **35.400 đồng/cp**, thấp hơn 6,7% so với mức giá đóng cửa ngày 10/07/2024, qua đó đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DPM ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể chốt lời cổ phiếu DPM và xem xét mua vào cổ phiếu DPM tại vùng giá **30.800 đồng/cp** với tỷ suất lợi nhuận ước tính đạt 15% với kỳ vọng luật thuế GTGT có khả năng được thông qua tại kỳ họp Quốc hội thứ 8 (tháng 10/2024).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

► **Mảng Urê: biên lợi nhuận gộp thu hẹp do diễn biến trái chiều giữa giá Urê và giá khí đầu vào** ([chi tiết](#))

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng Urê năm 2024 của DPM đạt 17,4% (-1 đpt yoy) do: (1) giá phân Urê của DPM trong năm 2024 ước tính đạt 9.300 đồng/kg (-1,2% yoy) theo đà giảm của giá Urê thế giới do nguồn cung dự báo gia tăng dựa trên kỳ vọng Trung Quốc sẽ xuất khẩu Urê trở lại trong nửa cuối năm 2024; (2) giá khí đầu vào được dự báo tăng +1,52% yoy, do giá dầu tăng và chi phí vận chuyển neo cao bởi tỷ trọng nguồn khí giá rẻ ở mức thấp.

► **Mảng NPK: lợi nhuận quay trở lại nhờ giá phân đơn đầu vào thấp hơn** ([chi tiết](#))

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần mảng NPK đạt 1.654,3 tỷ đồng (-6% yoy) trong năm 2024. Trong đó sản lượng tiêu thụ NPK của DPM ước đạt 142,6 nghìn tấn (+3,5% yoy) nhờ nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước phục hồi, được hỗ trợ bởi: (1) điều kiện thời tiết thuận lợi hơn cho sản xuất nông nghiệp; (2) khả năng chi trả phân bón được cải thiện nhờ giá phân bón thấp hơn và giá gạo được dự báo tăng. Về giá bán, chúng tôi ước tính giá bán NPK năm 2024 của DPM đạt 11.600 đồng/kg (-9% yoy) do giá các loại phân đơn đầu vào dự kiến suy giảm.

Lợi nhuận gộp mảng NPK ước đạt 85,6 tỷ đồng (so với mức lỗ 6,2 tỷ đồng năm 2023), biên lợi nhuận gộp mảng NPK cải thiện lên 5,2% (so với mức -0,4% trong năm 2023), do: (1) giá các loại phân đơn đầu vào dự báo giảm mạnh hơn so với giá bán NPK (Urê -1,9% yoy, DAP -10,7% yoy, Kali -21% yoy), (2) nhà máy vận hành với công suất cao hơn.

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

► **Chính sách thuế GTGT 5% đối với phân bón được trình Quốc hội vào kỳ họp tháng 10/2024** ([chi tiết](#)).

I. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2023 VÀ Q1/2024 CỦA DPM

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2023	%YoY	Diễn giải
Doanh thu thuần	3.307,5	3.264,7	+1,3%	
1. Phân bón sản xuất	2.692,6	2.285,5	+17,8%	<p>Phân Urê: Doanh thu Q1/2024 tăng trưởng 17,3% yoy nhờ: (1) Sản lượng tiêu thụ đạt 245 nghìn tấn (+15% yoy) chủ yếu nhờ kênh xuất khẩu tăng trưởng 75% yoy do các thị trường xuất khẩu tăng cường nhập khẩu phân bón từ Việt Nam trong bối cảnh Trung Quốc hạn chế xuất khẩu Urê kể từ T9/2023; (2) Giá bán trung bình Urê Q1/2024 đạt 9.800 đồng/kg (+2% yoy) cùng chiều với giá Urê thế giới do nguồn cung tiếp tục bị thắt chặt khi Trung Quốc duy trì hạn chế xuất khẩu phân bón.</p> <p>Phân NPK: Doanh thu Q1/2024 tăng 22,5% YoY. Trong đó, sản lượng tiêu thụ đạt 25 nghìn tấn (+41% yoy) do nhu cầu tiêu thụ phân bón nội địa phục hồi khi khả năng chi trả của nông dân được cải thiện. Giá bán trung bình đạt 11.650 đồng/kg (-13% yoy) do giá nguyên liệu đầu vào giảm, biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 5% (+13 đpt yoy).</p>
- Phân Urê	2.401,5	2.047,7	+17,3%	
- Phân NPK	291,1	237,8	+22,4%	
2. Phân bón thương mại	379,0	645,6	-41,3%	<p>Phân bón thương mại: Doanh thu Q1/2024 giảm 41,3% yoy. Trong đó, sản lượng tiêu thụ đạt 45 nghìn tấn (-30% yoy), giá bán trung bình đạt ~8.400 đồng/kg (-16% yoy).</p> <p>NH₃: Doanh thu Q1/2024 giảm 24,6% yoy. Trong đó, sản lượng tiêu thụ đạt 15,3 nghìn tấn (+31,1% yoy) do nhu cầu tiêu thụ phục hồi khi giá bán NH₃ thấp hơn. Giá bán NH₃ trung bình đạt ~8.740 đồng/kg (-42% yoy) cùng chiều với giá NH₃ thế giới khi nguồn cung vượt quá nhu cầu.</p>
- NH ₃	133,8	176,8	-24,3%	
- Khác	43	40	+7,5%	
3. Hóa chất sản xuất	176,9	216,9	-18,4%	
4. Doanh thu khác	59,0	116,7	-49,5%	
Lợi nhuận gộp	601,8	522,9	+15,1%	<p>Lợi nhuận gộp Q1/2024 đạt 601,8 tỷ đồng (+15,1% yoy), biên lợi nhuận gộp đạt 18,2% (+2,2 đpt yoy) do biên lợi nhuận gộp mảng NPK và phân bón thương mại cải thiện nhờ giá phân đơn đầu vào thấp hơn trong khi biên lợi nhuận gộp mảng Urê thay đổi không đáng kể.</p>
Chi phí bán hàng	198,8	174,2	+14,1%	
Chi phí QLDN	105,1	94,0	+11,8%	
LN từ HĐKD	297,9	254,7	+17,0%	
Doanh thu tài chính	28,1	70,2	-60,0%	
Chi phí tài chính	2,0	25,7	-92,2%	

- Chi phí lãi vay 0,1 16,6 **-99,5%**

Doanh thu tài chính giảm 60% yoy chủ yếu do lãi suất giảm, chi phí tài chính giảm 92% yoy do DPM đã thanh toán hết nợ vay.

LN trước thuế	323,8	300,9	+7,6%
LN sau thuế	267,8	262,3	+2,1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,2%	16,0%	+2,2 đpt
CP bán hàng/DTT	6,0%	5,3%	+0,7 đpt
CP QLDN/DTT	3,2%	2,9%	+0,3 đpt
Tỷ suất LNST	8,1%	8,0%	+0,1 đpt

Nguồn: DPM, FPTS tổng hợp và ước tính

II. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DPM

1. Mảng phân Urê: Khó khăn tiếp diễn do diễn biến trái chiều giữa giá Urê và giá khí đầu vào [\(quay lại\)](#)

► Giá khí đầu vào tăng +1,51% yoy trong năm 2024 do giá dầu tăng và cước phí vận chuyển neo cao

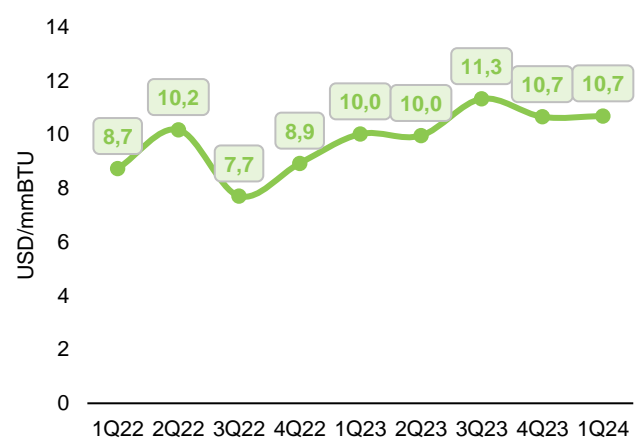
Theo nguyên tắc phân bổ nguồn khí năm 2024, DPM sẽ tiếp tục được nhận toàn bộ nguồn khí giá rẻ từ mỏ khí Bạch Hổ - Rồng Đồi Mồi (cước phí vận chuyển bằng 1/4 lần so với các mỏ khác thuộc bể Cửu Long), phần còn thiếu sẽ được bù đắp từ các mỏ khác thuộc bể Cửu Long với cước phí vận chuyển cao hơn.

Trong Q1 năm 2024, giá khí bình quân (sau VAT) của DPM đạt 10,69 USD/mmBTU (+6,7% yoy), nguyên nhân do: (1) giá dầu FO tăng +11,7% yoy và (2) cước phí vận chuyển (trước VAT) duy trì ở mức cao, đạt 4,56 USD/mmBTU (+1,1% yoy). Cước phí vận chuyển tăng do sản lượng khí giá rẻ từ mỏ Bạch Hổ - Rồng Đồi Mồi chỉ chiếm tỷ trọng 12% trong cơ cấu nguồn khí, lượng còn lại đến từ nguồn khí từ các mỏ khác thuộc bể Cửu Long có cước phí vận chuyển cao.

BD1: Biến động giá dầu Brent và FO (2022 – 2024)



BD2: Giá khí (sau VAT) của DPM (2022 – 2024)



*Giá khí Q2/2022 của DPM đã bao gồm khoản hồi tố cước phí vận chuyển giai đoạn 2014-2018 cho PV GAS

Nguồn: Bloomberg, DPM, FPTS tổng hợp

Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng giá khí đầu vào bình quân (sau VAT) của DPM đạt 10,72 USD/mmBTU (+1,51% yoy) do:

(1) Giá khí quy đổi dự báo tăng 2,9% yoy theo giá dầu FO có biến động tương quan với giá dầu Brent. Theo dự báo của EIA, giá dầu Brent trung bình trong năm 2024 sẽ đạt 85 USD/thùng (+3,9% yoy) dựa trên việc OPEC+ tiếp tục gia hạn việc cắt giảm sản lượng đến Q3/2024 khiến tồn kho dầu giảm và gây áp lực lên giá dầu.

(2) Cước phí vận chuyển (trước VAT) năm 2024 dự kiến đi ngang so với năm 2023, đạt 4,5 USD/MMBTU do trữ lượng nguồn khí giá rẻ ở mức thấp.

Giai đoạn 2025 – 2030F, chúng tôi xây dựng kịch bản giá khí đầu vào cho DPM dựa trên các giả định sau:

(1) Giá khí quy đổi dự kiến giảm do chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ giảm dần về mức 70 USD/thùng vào năm 2030F khi nguồn cung từ OPEC+ được dự báo sẽ tăng dần khi nhu cầu dầu thô hồi phục

(2) Cước phí vận chuyển và phân phối khí các năm tiếp theo dự kiến tăng 0,05 USD/mmBTU/năm do trữ lượng các nguồn khí giá rẻ tại Bạch Hổ, Rồng Đồi Mồi đang suy giảm.

Bảng 1: Kịch bản dự phóng giá khí đầu vào của DPM giai đoạn 2024 – 2030F

Dự phóng cơ sở	2023	2024E	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Giá dầu Brent (USD/thùng)	82	85,0	83,0	80,0	78,0	75,0	73,0	70,0
Giá dầu FO (USD/tấn)	445,0	462,9	452,5	436,9	426,5	410,8	400,4	384,8
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	5,1	5,25	5,13	4,95	4,83	4,65	4,54	4,36
Phí vận chuyển (USD/MMBTU)	4,50	4,50	4,55	4,60	4,65	4,70	4,75	4,80
Biến động cước phí vc (% yoy)	89,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Giá khí (bao gồm VAT)	10,56	10,72	10,64	10,50	10,43	10,29	10,22	10,08
Biến động giá khí (% yoy)	18,92%	1,5%	-0,7%	-1,3%	-0,7%	-1,3%	-0,7%	-1,4%

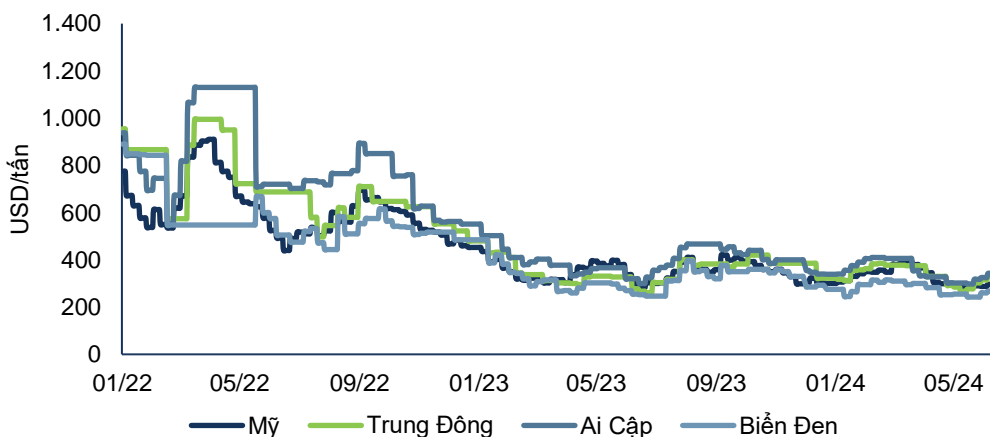
Nguồn: DPM, FPTTS dự phóng

► **Giá Urê dự báo giảm -1,2% yoy ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp**

Trong năm 2023, giá phân bón Urê thế giới (trung bình 4 khu vực Mỹ, Trung Đông, Ai Cập, Biển Đen) giảm -46,6% yoy xuống 358,4 USD/tấn sau khi tăng cao trong giai đoạn 2021-2022 do: (1) nhu cầu tiêu thụ suy yếu khi giá phân bón neo ở mức cao trong thời gian dài; (2) Nguồn cung gia tăng khi các nhà máy khôi phục sản xuất nhờ giá khí đầu vào giảm mạnh. Giá Urê bắt đầu hồi phục từ Q4/2023 khi Trung Quốc ban hành chính sách hạn chế xuất khẩu Urê.

Trong 6 tháng đầu năm 2024, giá Urê trung bình đạt 325 USD/tấn, giảm -7% yoy, chủ yếu do nhu cầu suy yếu tại các thị trường nhập khẩu trọng điểm như Brazil và Ấn Độ. Tại Brazil nhu cầu tiêu thụ phân bón sụt giảm do: (1) giá ngô và lúa mì giảm về mức thấp; (2) hiện tượng El Nino ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động gieo trồng của nông dân. Trong khi đó, sản lượng nhập khẩu Urê của Ấn Độ giảm chủ yếu do sản lượng sản xuất trong nước gia tăng.

BĐ3: Diễn biến giá phân Urê thế giới (2022 – 2024)



Nguồn: Bloomberg, FPTTS tổng hợp

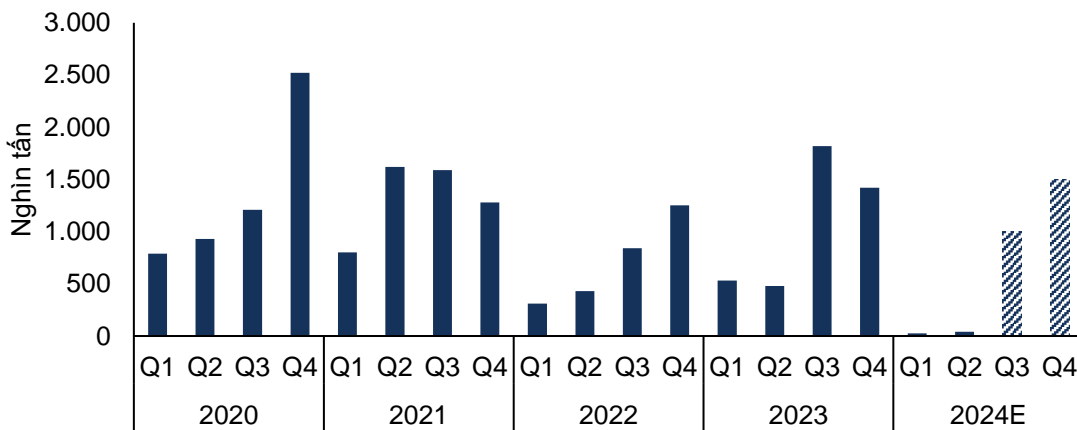
Giá Urê có dấu hiệu phục hồi từ nửa cuối tháng 5/2024 chủ yếu do các vấn đề về nguồn cung khí: (1) Nguồn cung khí đột ở Ai Cập (quốc gia xuất khẩu Urê lớn thứ 4 thế giới) bị gián đoạn khiến các nhà máy phân bón phải đóng cửa, (2) Trung Quốc (quốc gia xuất khẩu Urê lớn thứ 2 thế giới) tiếp tục duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu Urê.

Chúng tôi cho rằng các vấn đề về nguồn cung hiện tại chỉ là tạm thời và giá Urê sẽ tiếp tục đà giảm trong H2/2024, đạt trung bình 315 USD/tấn trong H2/2024 (-11,5% yoy và -3% so với H1/2024) khi: (1) nguồn cung từ Ai Cập phục hồi do các nhà máy Urê hoạt động trở lại, (2) kỳ vọng Trung Quốc xuất khẩu Urê trở lại trong H2/2024, cụ thể:

Vấn đề nguồn cung khí đốt tại Ai Cập là tạm thời và đã được khắc phục. Tại Ai Cập, tình trạng nắng nóng kéo dài đã dẫn đến mất điện ở một số khu vực. Do đó, Chính phủ Ai Cập buộc phải tạm dừng cung cấp khí đốt cho các nhà máy phân bón để chuyển nguồn khí sang các nhà máy điện, khiến một số nhà máy phân bón phải tạm ngưng hoạt động, dẫn đến giá Urê bật tăng trong T5 - T6/2024. Tuy nhiên, hiện tại các nhà máy Urê Ai Cập đã dần khởi động sản xuất trở lại sau khi nguồn cung khí đốt được khôi phục. Đồng thời, Ai Cập cũng lên kế hoạch nhập khẩu lượng lớn khí LNG để đảm bảo an ninh năng lượng trong mùa hè. Do đó, chúng tôi đánh giá vấn đề nguồn cung khí đốt của Ai Cập là tạm thời và không ảnh hưởng đáng kể đến nguồn cung Urê thế giới trong nửa cuối năm 2024.

Kỳ vọng Trung Quốc xuất khẩu Urê trở lại vào nửa cuối năm 2024. Trung Quốc đã áp dụng biện pháp hạn chế xuất khẩu Urê từ tháng 9/2023 nhằm đảm bảo nguồn cung nội địa và bình ổn giá cả. Đặc biệt trong Q1 và Q2 năm 2024, sản lượng Urê xuất khẩu của Trung Quốc chỉ đạt ~75 nghìn tấn, giảm -90% yoy. Điều này dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn cung Urê trên thị trường thế giới, qua đó giúp giá Urê không bị giảm quá sâu. Hiện tại, vẫn chưa có thông tin chính thức về thời điểm Trung Quốc dỡ bỏ các hạn chế xuất khẩu. Chúng tôi kỳ vọng, Trung Quốc có thể quay trở lại thị trường xuất khẩu trong nửa cuối năm 2024 khi: (1) mùa vụ gieo trồng cao điểm kết thúc trong Q3/2024 và nhu cầu tiêu thụ tại thị trường nội địa yếu dần, (2) nguồn cung Urê tăng do công suất sản xuất mới 4 triệu tấn sẽ được bổ sung trong nửa cuối 2024. Tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu dự kiến chỉ ở mức thấp, đạt 2,5 triệu tấn (-41,2% yoy).

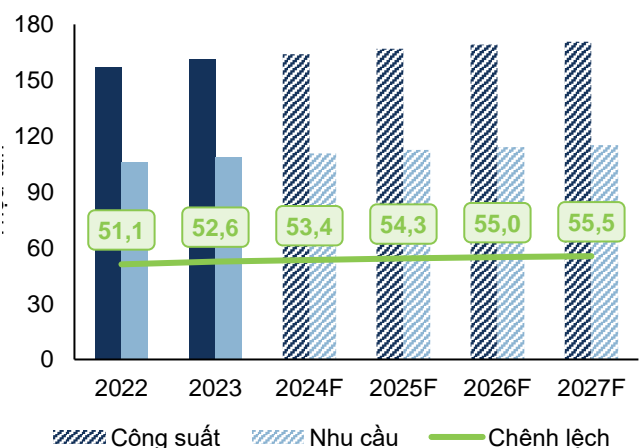
BD4: Sản lượng xuất khẩu Urê của Trung Quốc (2019 – 2024E)



Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp và dự phóng

Tình trạng dư thừa công suất gây áp lực giảm lên giá Urê trong dài hạn. Theo Hiệp hội Phân bón Quốc tế (IFA), tăng trưởng công suất phân đạm được dự báo đạt CAGR=1,4%/năm trong giai đoạn 2024 - 2027F, chủ yếu do việc mở rộng công suất mới của Nga. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ cũng được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR=1,4%/năm trong cùng giai đoạn. Với dự phóng trên, mức chênh lệch giữa công suất sản xuất và nhu cầu Urê toàn cầu sẽ ngày mở rộng, đạt 53,4 triệu tấn trong năm 2024 (+1,5% yoy, chiếm 48% nhu cầu) và tiếp tục tăng lên 55,5 triệu tấn vào năm 2027F, từ đó gây áp lực giảm lên giá Urê trong dài hạn. Chúng tôi dự phóng giá Urê trong giai đoạn 2025 – 2030F sẽ ở mức 305 USD/tấn, giảm -5% so với năm 2024.

BD5: Công suất và nhu cầu phân đạm trên thế giới (2022-2027F)



Nguồn: IFA, FPTS tổng hợp

Giá Urê của DPM dự kiến giảm nhẹ hơn so với giá Urê thế giới. Chúng tôi cho rằng giá Urê nội địa sẽ cao hơn khoảng 17% so với giá Urê thế giới do chi phí sản xuất Urê trong nước (giá khí thiên nhiên) cao hơn đáng kể so với các quốc gia khác trên thế giới ([Phụ lục 1: Chi phí sản xuất Urê của một số khu vực trên thế giới tại tháng 4/2024](#)). Chúng tôi dự phóng giá Urê của DPM đạt 9.300 đồng/kg (~375 USD/tấn) trong năm 2024, giảm -1,2% yoy theo đà giảm của giá Urê thế giới. Giai đoạn 2025 - 2030F, chúng tôi dự phóng giá Urê của DPM sẽ giảm về mức 9.150 đồng/kg.

Với dự phóng giá bán Urê và giá khí đầu vào như trên, **chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp mông Urê của DPM đạt 17,4% trong năm 2024 (-1 dpt yoy)**. Giai đoạn 2025 - 2030F, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mông Urê sẽ phục hồi dần về mức 21% do giá khí quy đổi giảm dần theo giá dầu như đã phân tích phía trên.

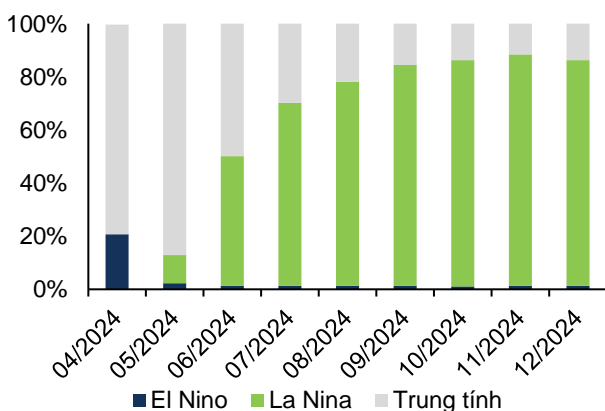
► **Sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ +2,4% yoy nhờ nhu cầu tiêu thụ trong nước phục hồi**

Sản lượng tiêu thụ Urê Q1/2024 của DPM đạt 245 nghìn tấn (+17% yoy) chủ yếu nhờ sản lượng Urê xuất khẩu tăng trưởng 75% yoy do các thị trường xuất khẩu đẩy mạnh nhập khẩu phân bón từ Việt Nam trong bối cảnh Trung Quốc hạn chế xuất khẩu Urê kể từ T9/2023. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ Urê trong nước chỉ phục hồi nhẹ (+2,7% yoy) do: (1) nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước phục hồi nhờ diễn biến trái chiều giữa giá Urê và giá nông sản giúp khả năng chi trả phân bón được cải thiện ([Phụ lục 2: Diễn biến giá Urê Phú Mỹ và giá gạo tằm 5% Việt Nam](#)); (2) tác động tiêu cực từ hiện tượng El Nino và tình trạng xâm nhập mặn nghiêm trọng hơn tại đồng bằng sông Cửu Long ảnh hưởng đến hoạt động canh tác của người nông dân.

Năm 2024, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Urê của DPM sẽ đạt 900 nghìn tấn (+2,4% yoy) nhờ: (1) sản lượng sản xuất cao hơn do công ty không tiến hành bảo dưỡng nhà máy như trong năm 2023; (2) nhu cầu tiêu thụ Urê trong nước cải thiện vào nửa cuối năm 2024, được hỗ trợ bởi:

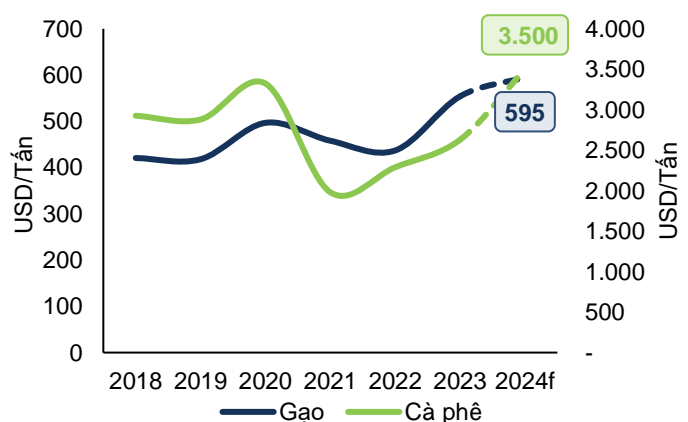
- Diễn biến thời tiết thuận lợi hơn cho sản xuất nông nghiệp:** Hoạt động canh tác trong năm 2023 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi hiện tượng El Nino khiến thời tiết khô hạn, dẫn đến nhu cầu phân bón giảm. Theo Trung tâm Dự báo Thời tiết Mỹ (CPC), điều kiện thời tiết đang chuyển sang trạng thái trung tính và có thể xuất hiện trạng thái La Nina từ tháng 7 đến tháng 9 năm 2024, mang đến thời tiết thuận lợi cho sản xuất nông nghiệp, từ đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ Urê.
- Giá nông sản dự báo tăng, hỗ trợ khả năng chi trả phân bón của nông dân:** Theo dự báo của World Bank, giá gạo (mặt hàng nông sản chủ lực của Việt Nam), sẽ tăng 7,5% yoy, đạt mức 595 USD/tấn. Giá một số loại nông sản phổ biến trong nước khác như cà phê cũng được dự báo tăng 32,2% yoy. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá nông sản cao sẽ thúc đẩy người nông dân tăng diện tích gieo trồng, từ đó gia tăng nhu cầu sử dụng phân bón cho cây trồng.

BD 6: Xác suất xảy ra hiện tượng ENSO năm 2024



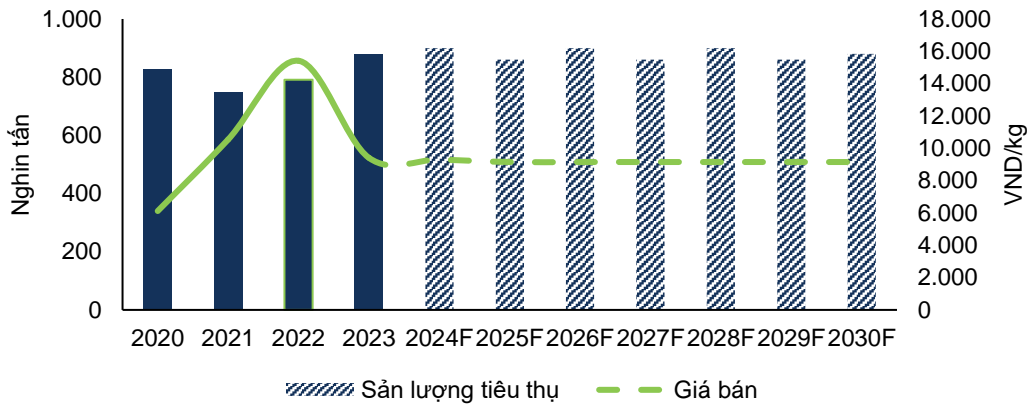
Nguồn: CPC, FPTS tổng hợp

BD 7: Dự báo giá gạo và cà phê 2024F



Nguồn: World Bank, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2025 - 2030F, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urê bình quân của DPM đạt 880 nghìn tấn/năm do: (1) nhà máy phải bảo dưỡng 2 năm/lần ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất; (2) sản lượng xuất khẩu giảm về mức bình thường khi Trung Quốc xuất khẩu Urê trở lại.

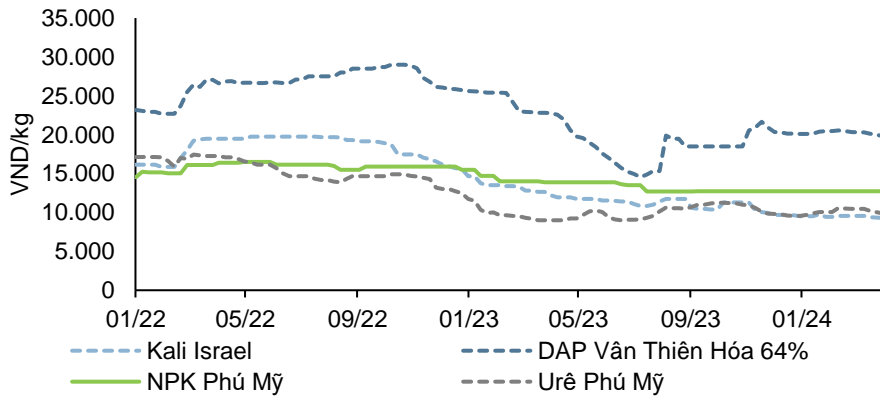
BĐ 8: Dự phóng sản lượng và giá bán Urê của DPM giai đoạn 2024 – 2030F


Nguồn: DPM, FPTS dự phóng

2. Mảng NPK: Lợi nhuận quay trở lại nhờ giá phân đơn đầu vào thấp hơn (quay lại)

Trong Q1 năm 2024, doanh thu mảng NPK của DPM đạt 291 tỷ đồng, +22,5% yoy chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi 41% yoy, đạt 25 nghìn tấn do nhu cầu tiêu thụ phân bón phục hồi nhờ khả năng chi trả phân bón được cải thiện, xuất phát từ diễn biến trái chiều giữa giá nông sản và giá phân bón. Trong khi đó, giá bán bình quân NPK trong Q1/2024 đạt 11.650 đồng/kg, giảm -13% yoy do giá các loại phân đơn đầu vào giảm mạnh.

Lợi nhuận gộp mảng NPK đạt 14,6 tỷ đồng (biên lợi nhuận gộp đạt 5%) trong Q1/2024, trong khi cùng kỳ năm 2023 ghi nhận mức lỗ 19 tỷ đồng (biên lợi nhuận gộp đạt -8%). Nguyên nhân do: (1) giá các loại phân đơn đầu vào giảm mạnh hơn so với giá bán NPK, (2) nhà máy vận hành với công suất cao hơn.

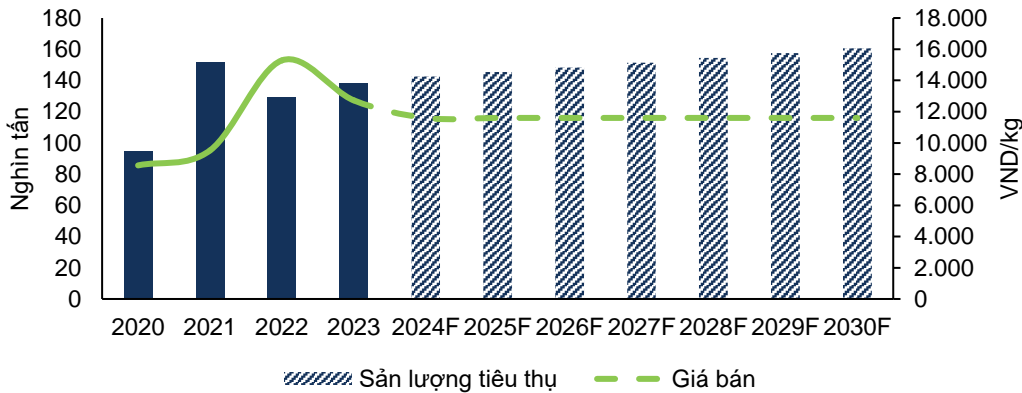
BĐ 9: Giá phân NPK của DPM và các loại phân đơn giai đoạn 2022 - 2024


Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp

Trong năm 2024, chúng tôi ước tính doanh thu thuần mảng NPK của DPM đạt 1.654,3 tỷ đồng (-6% yoy). Trong đó sản lượng tiêu thụ NPK của DPM ước đạt 142,6 nghìn tấn (+3,5% yoy) nhờ nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước phục hồi, được hỗ trợ bởi: (1) điều kiện thời tiết thuận lợi hơn cho sản xuất nông nghiệp; (2) khả năng chi trả phân bón được cải thiện nhờ giá phân bón thấp hơn và giá gạo được dự báo tăng. Trong giai đoạn 2025 – 2030F chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ NPK của DPM sẽ tăng trưởng chậm với CAGR = 2%/năm, đạt 158,3 nghìn tấn vào năm 2030F (tương ứng với hiệu suất đạt 63%) do thị trường NPK trong nước hiện tại đang dư thừa công suất và có mức độ cạnh tranh cao.

Về giá bán, chúng tôi ước tính giá bán NPK năm 2024 của DPM đạt 11.600 đồng/kg (-9% yoy) do giá các loại phân đơn đầu vào dự kiến suy giảm. Giai đoạn 2025 – 2028F chúng tôi dự phóng giá NPK sẽ duy trì ở mức tương đương so với năm 2024.

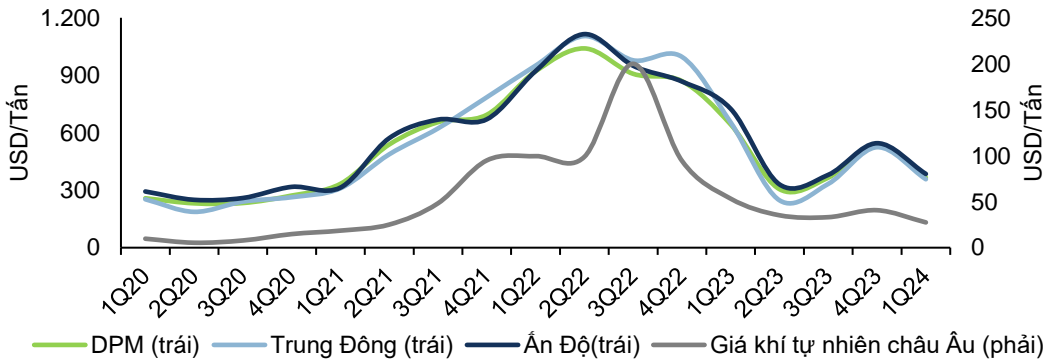
Lợi nhuận gộp mảng NPK ước đạt 85,6 tỷ đồng (so với mức lỗ 6,2 tỷ đồng năm 2023), biên lợi nhuận gộp dự báo đạt 5,2% (+5,6 đpt yoy) trong năm 2024 do: (1) giá các loại phân đơn đầu vào dự báo giảm mạnh hơn so với giá bán NPK (Urê -1,9% yoy, DAP -10,7 yoy%, Kali -21% yoy), (2) nhà máy vận hành với công suất cao hơn.

BD 10: Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán NPK của DPM (2024 – 2030F)


Nguồn: DPM, FPTIS dự phóng

3. Màng hóa chất : Triển vọng tiêu cực do giá NH₃ giảm mạnh

Doanh thu mảng hóa chất trong Q1/2024 đạt 176,9 tỷ đồng (-18,4% yoy), chủ yếu đến từ sự sụt giảm doanh thu NH₃ (chiếm 80% cơ cấu doanh thu mảng hóa chất của DPM). Doanh thu NH₃ trong Q1/2024 đạt 133,8 tỷ đồng (-24,3% yoy) do giá bán NH₃ đạt 8.744 đồng/kg (-42% yoy) cùng chiều với giá NH₃ thế giới chịu ảnh hưởng bởi: (1) nhu cầu tiêu thụ phân bón giảm bởi ảnh hưởng tiêu cực của thời tiết nắng nóng, dẫn đến nhu cầu NH₃ giảm; (2) giá khí tự nhiên (nguyên liệu chính để sản xuất NH₃) giảm mạnh. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ NH₃ trong Q1/2024 đạt 15,3 nghìn tấn (+31,1% yoy) do nhu cầu tiêu thụ phục hồi khi giá bán thấp hơn.

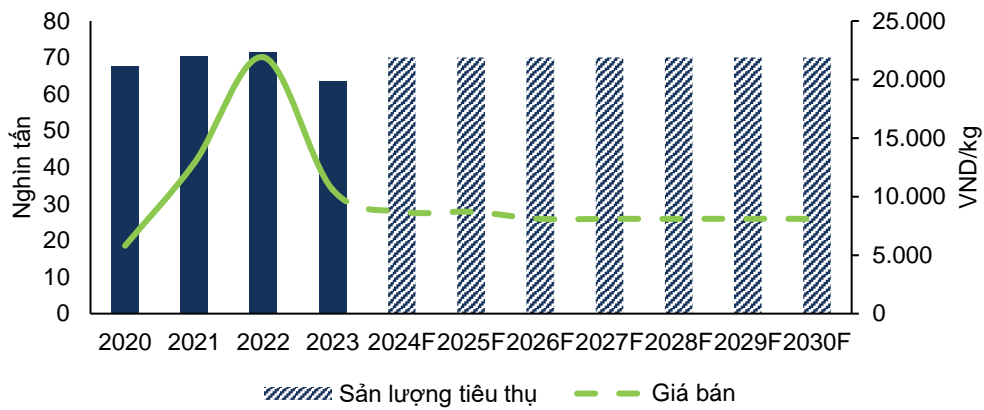
BD 11: Diễn biến giá bán NH₃ và giá khí tự nhiên châu Âu (2020 – 2024)


Nguồn: Bloomberg, FPTIS tổng hợp

Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng hóa chất của DPM đạt 736,4 tỷ đồng (-8,4% yoy). Trong đó, doanh thu NH₃ đạt 609 tỷ đồng (-9,5% yoy). Biên lợi nhuận gộp mảng hóa chất đạt 0,2% (-12,9 đpt) do chịu tác động kép từ: (1) giá NH₃ giảm mạnh, (2) giá khí đầu vào tăng 1,51% yoy theo dự báo giá dầu.

Về giá bán, chúng tôi dự báo giá bán NH₃ của DPM đạt 8.700 đồng/kg (-17,5% yoy) trong giai đoạn 2024 – 2025F, trước khi giảm về mức 8.300 đồng/kg dựa trên dự báo của Fitch Ratings vào T3/2024. Cụ thể, Fitch Ratings dự báo giá NH₃ sẽ giảm xuống 330 USD/tấn (-23,8% yoy) trong giai đoạn 2024 – 2025F. Giai đoạn 2026 – 2030F, Fitch Ratings dự báo giá NH₃ sẽ giảm xuống mức 300 USD/tấn. Dự báo này dựa trên hai giả định chính: (1) giá khí tự nhiên đầu vào dự kiến sẽ thấp hơn và (2) nguồn cung gia tăng khi xuất khẩu NH₃ của Nga qua Biển Đen có thể được nối lại vào cuối năm 2024.

Đối với sản lượng tiêu thụ, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ NH₃ của DPM đạt 70 nghìn tấn/năm trong giai đoạn 2024-2030F, tương ứng với mức sản lượng tiêu thụ trong giai đoạn 2021-2022 do xưởng NH₃ không còn gặp sự cố như trong năm 2023.

BĐ 12: Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán NH₃ của DPM (2024 – 2030F)


Nguồn: DPM, FPTS dự phóng

III. YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

Chính sách thuế GTGT 5% đối với phân bón được trình Quốc hội vào kỳ họp T10/2024 ([quay lại](#))

Từ giai đoạn 2015 đến nay, sản phẩm phân bón nội địa được chuyển từ thuế 5% sang diện không chịu thuế GTGT theo luật 71/2014/QH13, điều này đã tạo ra những khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước do (1) các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, khiến giá thành sản xuất gia tăng; (2) phần lớn phân bón nhập vào Việt Nam được các nước xuất khẩu xếp vào diện chịu thuế VAT, nên doanh nghiệp của họ đã được hoàn thuế đầu vào. Vì vậy, doanh nghiệp nước ngoài có lợi thế cạnh tranh về giá thành sản xuất so với các doanh nghiệp phân bón sản xuất trong nước.

Dự thảo Luật thuế GTGT sửa đổi đã được Bộ Tài Chính trình Quốc hội xem xét và cho ý kiến tại kỳ họp thứ 7 (diễn ra vào tháng 6/2024) và sẽ được biểu quyết thông qua tại kỳ họp thứ 8 (diễn ra vào tháng 10/2024). Trong đó có đề xuất đưa mặt hàng phân bón vào diện chịu thuế GTGT 5% thay vì không chịu thuế GTGT như hiện nay. Nếu được Quốc hội thông qua, chúng tôi cho rằng Luật thuế GTGT sửa đổi sẽ có hiệu lực kể từ năm 2025.

Trong trường hợp Luật thuế GTGT sửa đổi được thông qua, số thuế GTGT mà các doanh nghiệp phân bón phải nộp sẽ được tính theo công thức:

$$\text{Số thuế VAT phải nộp} = \text{Số thuế VAT đầu ra} - \text{Số thuế VAT đầu vào được khấu trừ}$$

Do các loại nguyên liệu đầu vào chính của DPM như khí thiên nhiên và các loại axit có thuế suất thuế VAT đầu vào là 10% cao hơn thuế suất VAT đầu ra nếu được thông qua là 5%. Do đó, DPM sẽ được hưởng lợi từ phần chênh lệch giữa thuế suất VAT đầu vào được khấu trừ và thuế suất VAT đầu ra phải nộp.

DPM sẽ được hưởng lợi nhiều hơn nhờ sản phẩm NPK hóa học. Các doanh nghiệp sản xuất phân bón NPK trong nước sẽ không được hưởng lợi đáng kể từ luật thuế GTGT sửa đổi do có nguyên liệu đầu vào là các loại phân đơn có thuế suất thuế GTGT bằng phân NPK đầu ra là 5%. Trong khi đó, sản phẩm NPK của DPM là NPK hóa học có nguyên liệu đầu vào là các loại axit có thuế suất thuế GTGT 10%, do đó mảng NPK của DPM sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ luật thuế GTGT sửa đổi. ([Phụ lục 3: Mức độ tác động của Luật thuế GTGT sửa đổi nếu được Quốc hội thông qua.](#))

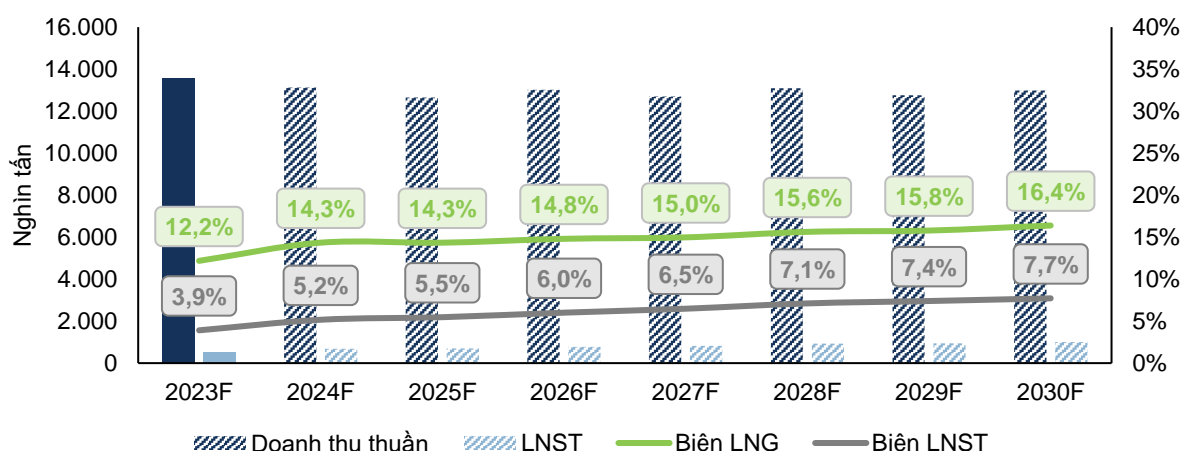
Theo ước tính của chúng tôi, khi luật thuế GTGT được thông qua DPM có thể được hoàn khoảng 240 - 270 tỷ đồng thuế GTGT đầu vào mỗi năm (tương ứng với 35 - 39% LNTT năm 2023 của DPM). Chúng tôi hiện chưa đưa giả định trên vào mô hình định giá của mình do chưa chắc chắn về khả năng luật thuế GTGT được thông qua tại kỳ họp T10/2024. Chúng tôi lưu ý việc thuế GTGT được thông qua sẽ khiến mức định giá của DPM cao hơn 15% so với mức định giá của chúng tôi tại báo cáo này ([chi tiết](#)).

IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ 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 2024F – 2030F như sau:

Chỉ tiêu	Giải định
Mảng Urê	
Sản lượng tiêu thụ	Sản lượng tiêu thụ Urê ước đạt 900 nghìn tấn (+2,4% yoy) trong năm 2024 do: (1) nhà máy không tiến hành bảo dưỡng định kỳ; (2) nhu cầu tiêu thụ Urê trong nước cải thiện nhờ diễn biến thời tiết thuận lợi hơn và giá gạo neo ở mức cao. Giai đoạn 2025 - 2030F, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urê bình quân của DPM đạt 880 nghìn tấn/năm.
Giá bán	Giá bán Urê ước đạt 9.300 đồng/kg trong năm 2024, giảm -1,2% yoy theo đà giảm của giá Urê thế giới. Giai đoạn 2025 - 2030F, chúng tôi dự phóng giá Urê của DPM sẽ giảm về mức 9.150 đồng/kg.
Mảng NPK	
Sản lượng tiêu thụ	Sản lượng tiêu thụ NPK ước đạt 142,6 nghìn tấn (+3,5% yoy) trong năm 2024 sẽ nhờ nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước phục hồi. Trong giai đoạn 2025 – 2030F, sản lượng tiêu thụ NPK của DPM sẽ tăng trưởng chậm với CAGR = 2%/năm, đạt 160,6 nghìn tấn vào năm 2030F (tương ứng với hiệu suất đạt 64%) do thị trường NPK trong nước hiện tại đang dư thừa công suất và có mức độ cạnh tranh cao.
Giá bán	Giá bán NPK của DPM đạt ước đạt 11.600 đồng/kg (-9% yoy) trong năm 2024 và đi ngang trong giai đoạn 2025 – 2030F do giá các loại phân đơn đầu vào dự báo hạ nhiệt.
Mảng Hóa chất	
Sản lượng tiêu thụ	Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ NH ₃ của DPM đạt 70 nghìn tấn/năm trong giai đoạn 2024 - 2030F, tương ứng với mức sản lượng tiêu thụ trong giai đoạn 2021-2022 do xường NH ₃ không còn gặp sự cố như trong năm 2023.
Giá bán	Chúng tôi dự phóng giá NH ₃ của DPM đạt 8.700 đồng/kg (-18% yoy) trong năm 2024 và 2025F, trước khi giảm xuống mức 8.100 đồng/kg trong giai đoạn 2026 – 2030F, dựa trên dự báo của Fitch Ratings về giá NH ₃ thế giới.

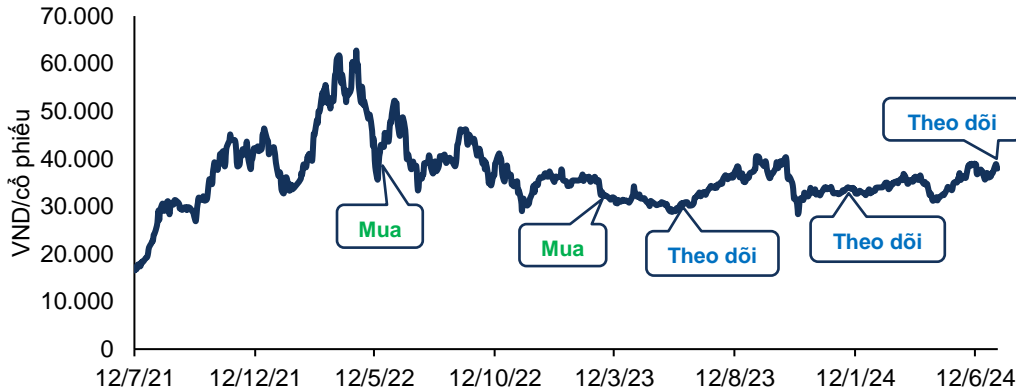
BD 13: Kết quả dự phóng doanh thu thuần, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của DPM



V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá DPM bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu DPM theo các phương pháp có mức bình quân là **35.400 VNĐ/cp**, thấp hơn 6,7% so với mức giá đóng cửa ngày 10/07/2024. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

Lịch sử khuyến nghị



Mức giá mục tiêu trên cao hơn 9,8% so với mức giá mục tiêu trong [Báo cáo cập nhật định giá DPM T12/2023](#) do: (1) cập nhật thay đổi hệ số chiết khấu, (2) dự báo tăng tổng lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2024-2028F nhờ điều chỉnh tăng dự báo giá phân bón và giảm dự báo giá khí đầu vào.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	35.400	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	35.400	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		35.400	

> Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T12/2023	T7/2024	Giả định mô hình	T12/2023	T7/2024
WACC 2024	14,8%	13,3%	Phần bù rủi ro	10,9%	10,36
Chi phí sử dụng nợ	8,5%	0%	Hệ số Beta	1,07	1,02
Chi phí sử dụng vốn	15,1%	13,3%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,0%	2,7%	Thời gian dự phóng	6 năm	7 năm

> Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp và giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	7.231
(+) Tiền mặt (Tỷ VNĐ)	6.626,6
(+) Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn (Tỷ VNĐ)	13.857,6
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (Tỷ VNĐ)	0
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)	13.857,6
Số cổ phiếu lưu hành (Tỷ VNĐ)	391
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	35.400
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	13.857,6
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	35.400

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (tỷ đồng)	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	18.627	13.569	13.116	12.648
Giá vốn hàng bán	(10.789)	(11.917)	(11.235)	(10.835)
Lợi nhuận gộp	7.838	1.652	1.881	1.813
Chi phí bán hàng	(978)	(848)	(820)	(791)
Chi phí quản lí DN	(556)	(502)	(486)	(468)
Lợi nhuận thuần HĐKD	6.304	301	575	554
(Lỗ)/lãi HĐTC	345	437	270	309
Lợi nhuận khác	22	4	1	1
EBIT	6.670	742	846	864
Chi phí lãi vay	(65)	(51)	-	-
Lợi nhuận trước thuế	6.606	691	846	864
Thuế TNDN	(1.021)	(161)	(169)	(173)
Lợi nhuận sau thuế	5.585	530	677	692
Lợi ích CĐTS	20	10	13	14
LNST của CĐCT mẹ	5.565	519	664	678
EPS (đ)	14	1	2	2
Tăng trưởng doanh thu	46%	-27%	-3%	-4%
Tăng trưởng LN HĐKD	78%	-95%	91%	-4%
Tăng trưởng EBIT	72%	-89%	14%	2%

Chỉ số khả năng sinh lời	2022A	2023A	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	42,1%	12,2%	14,3%	14,3%
Tỷ suất LNST	29,9%	3,8%	5,1%	5,4%
ROE DuPont	45,7%	4,1%	5,7%	5,6%
ROA DuPont	35,2%	3,4%	4,9%	4,9%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	35,8%	5,5%	6,5%	6,8%
LNST / EBIT	99,0%	93,2%	100,0%	100,0%
LNST/LNNTT	84,2%	75,2%	78,4%	78,4%
Vòng quay tổng tài sản	1,2x	0,9x	1,0x	0,9x
Đòn bẩy tài chính	1,3x	1,2x	1,2x	1,2x

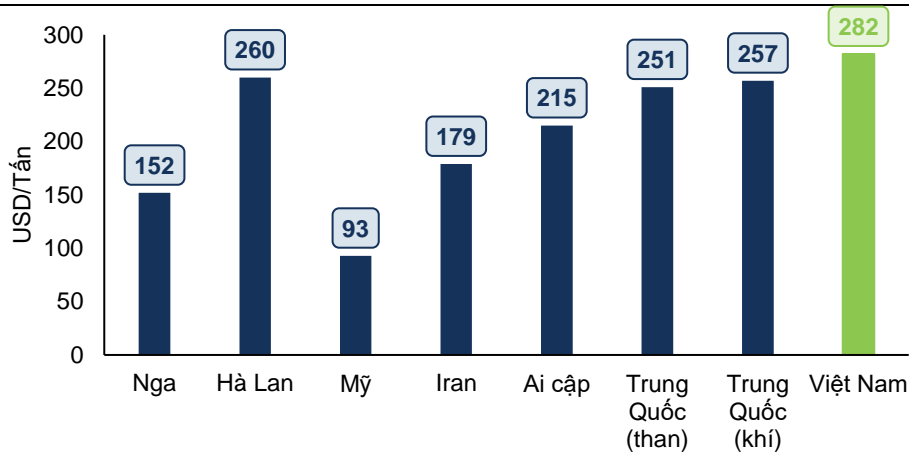
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022A	2023A	2024F	2025F
Thời gian luân chuyển tiền	43,96	40,75	34,23	34,06
Số ngày phải thu	9,28	14,80	17,57	17,59
Số ngày tồn kho	112,44	88,55	60,30	59,61
Số ngày phải trả	77,76	62,60	43,64	43,14
COGS / Hàng tồn kho	3,9x	3,1x	5,9x	6,0x

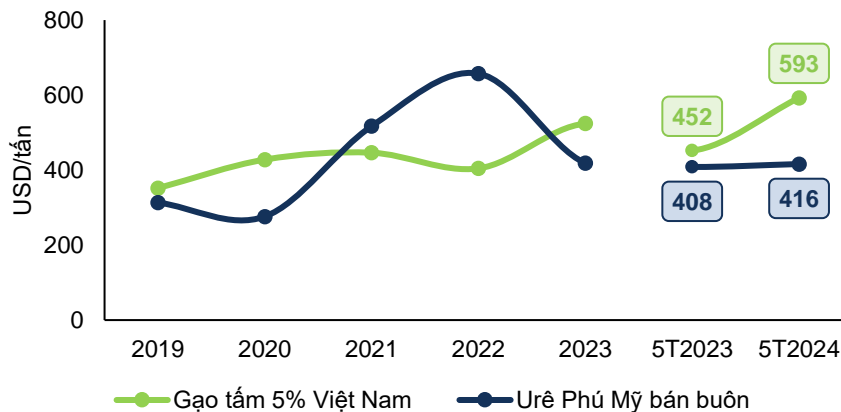
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023A	2024F	2025F
CS thanh toán hiện hành	4,5x	6,4x	7,3x	8,2x
CS thanh toán nhanh	3,2x	5,2x	6,0x	6,9x
CS thanh toán tiền mặt	3,0x	4,5x	5,3x	6,2x
Nợ / Tài sản	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ / Vốn CSH	0,3x	0,2x	0,1x	0,1x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng TT lãi vay	103x	14,6x	N/A	N/A

CĐKT (tỷ đồng)	2022A	2023A	2024F	2025F
Tài sản				
Tiền, tđt, đttc ngắn hạn	8.964	6.627	7.495	8.342
Các khoản phải thu	458	642	621	599
Hàng tồn kho	3.871	1.911	1.801	1.737
Tài sản ngắn hạn khác	285	385	363	350
Tổng tài sản ngắn hạn	13.579	9.565	10.281	11.028
Tài sản CĐHH	3.455	3.179	2.897	2.632
<i>Nguyên giá</i>	12.963	13.075	13.122	13.169
<i>Khấu hao lũy kế</i>	(9.508)	(9.896)	(10.225)	(10.536)
Đầu tư tài chính dài hạn	42	33	33	33
Tài sản dài hạn khác	404	271	262	252
Xây dựng cơ bản dở dang	219	261	261	261
Tổng tài sản dài hạn	4.120	3.744	3.453	3.179
Tổng Tài sản	17.699	13.309	13.734	14.207
	-	-	-	-
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Vay và nợ ngắn hạn	202	-	-	-
Các khoản phải trả	2.705	1.383	1.304	1.257
Quỹ khen thưởng	88	102	98	95
Nợ ngắn hạn	2.996	1.484	1.402	1.352
Vay và nợ dài hạn	505	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	181	280	264	254
Nợ dài hạn	686	280	264	254
Tổng nợ	3.681	1.764	1.665	1.606
Vốn góp chủ sở hữu	3.914	3.914	3.914	3.914
Thặng dư	21	21	21	21
LN chưa phân phối	6.401	2.838	3.502	4.180
Các khoản khác	3.495	4.597	4.443	4.285
Lợi ích cổ đông thiểu số	186	175	188	202
Vốn chủ sở hữu	14.017	11.545	12.068	12.601
Tổng cộng nguồn vốn	17.699	13.309	13.734	14.207

LCTT (tỷ đồng)	2022A	2023A	2024F	2025F
Tiền đầu năm	5.979	8.964	6.627	7.495
Lợi nhuận sau thuế	5.396	346	677	692
Khấu hao	515	403	329	311
Dự phòng	329	(365)	-	-
Thay đổi vốn lưu động và điều chỉnh khác	(1.279)	560	(90)	(109)
Tiền từ hoạt động KD	4.961	945	916	894
Thanh lý tài sản cố định	2	1	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	(77)	(241)	(47)	(47)
Các HĐ đầu tư khác	(3.152)	1.916	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(3.227)	1.676	(47)	(47)
Thay đổi nợ	(200)	(707)	-	-
Tặng (giảm) vốn	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(1.977)	(2.755)	-	-
Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	(2.177)	(3.463)	-	-
Tổng LCTT	(442)	(842)	869	847
Chênh lệch tỷ giá	2	(1)	-	-
Tiền cuối năm	8.964	6.627	7.495	8.342

VII. PHỤ LỤC
Phụ lục 1: Chi phí sản xuất Urê của một số khu vực trên thế giới tại tháng 4/2024 ([Quay lại](#))

BD 14: Chi phí sản xuất Urê của một số khu vực chính tại thời điểm T4/2024

Nguồn: Argus, FPTS tổng hợp và ước tính
Phụ lục 2: Diễn biến giá Urê Phú Mỹ và giá gạo tám 5% Việt Nam ([Quay lại](#))

BD 15: Diễn biến giá Urê Phú Mỹ và giá gạo tám 5% Việt Nam

Nguồn: World Bank, Agromonitor, FPTS tổng hợp
Phụ lục 3: Mức độ tác động của Luật thuế GTGT sửa đổi nếu được Quốc hội thông qua ([Quay lại](#))

Bảng 2: Mức độ tác động của Luật thuế GTGT sửa đổi nếu được Quốc hội thông qua

Sản phẩm	Doanh nghiệp	Thuế suất GTGT đầu ra (nếu được thông qua)	Nguyên liệu đầu vào	Thuế suất GTGT đầu vào (có thể được khấu trừ)
Phân Urê	DPM, DCM, DHB, Đạm Ninh Bình	5%	Than	10%
			Khí thiên nhiên	10%
Phân Lân	LAS, SFG, VAF, NFC, DDV, DGC	5%	Quặng Apatit	5%
			Lưu huỳnh	10%
Phân NPK	BFC, LAS, DPM*, DCM	5%	Phân Urê/SA	5%
			Phân Lân/MAP/DAP	5%
			Phân Kali	5%

**NPK của DPM được hưởng lợi do nguyên liệu đầu vào là các loại axit có thuế suất thuế GTGT là 10%*
Nguồn: FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS 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 FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS 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.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu DPM, người phê duyệt 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 <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

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận
Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

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

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

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

100, Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888