

Triển vọng giá urê tích cực hỗ trợ lợi nhuận

Trương Hồng Kim
Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

- Giá urê toàn cầu dự kiến sẽ tiếp tục ở mức tốt trong hai năm tới, nhờ ước tính nhu cầu tăng trưởng hàng năm ở mức 1,5%, trong khi sản lượng urê sẽ vẫn ở mức thấp hơn giai đoạn trước chiến tranh Nga/Ukraine do một số nhà máy ở châu Âu đóng cửa vĩnh viễn, xuất khẩu từ Trung Quốc giảm, cũng như công suất mới đưa vào hoạt động hạn chế.
- Dựa trên kết quả phân tích các xu hướng liên quan đến giá bán và chi phí đầu vào, HSC tăng bình quân lần lượt 5,9% và 7,9% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 đối với DCM và DPM.
- Với triển vọng lợi nhuận tích cực hơn, chúng tôi tăng lần lượt 2,5% và 5,7% giá mục tiêu đối với DCM và DPM, cũng như nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng đối với 2 cổ phiếu này, với tiềm năng tăng giá 11% và 17%. DPM là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi.

Nửa đầu năm 2024: Xu hướng giá urê tích cực hỗ trợ lợi nhuận

Trong Q2/2024, giá urê toàn cầu ở mức cao nhất trong khung dự báo của thị trường, dao động trong khoảng 280-320 USD/tấn, chủ yếu do khan hiếm nguồn cung do cắt giảm sản lượng ở Ai Cập và Trinidad. Đáng lưu ý, sản lượng xuất khẩu từ Trung Quốc cũng giảm đáng kể (ước tính đạt 135.000 tấn trong nửa đầu năm 2024 so với 1 triệu tấn trong nửa đầu năm 2023).

Nhờ đó, giá urê trong nước neo ở mức cao và có lợi cho các doanh nghiệp sản xuất/kinh doanh urê, với giá bán dao động khoảng 9.400-9.800đ/kg. Điều này giúp 2 doanh nghiệp sản xuất urê trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi báo cáo KQKD Q2/2024 với tổng doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng 6,7% và 40,4% so với cùng kỳ nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp tăng.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

HSC dự báo giá urê toàn cầu sẽ tiếp tục thuận lợi, đặc biệt trong 2 năm tới, nhờ nhu cầu tăng hàng năm ở mức 1,5% (nguồn: Hiệp hội Phân bón toàn cầu) do sản lượng sản xuất dự kiến vẫn ở mức thấp hơn so với thời điểm trước chiến tranh Nga/Ukraine, việc kiểm soát nguồn cung ở Trung Quốc, cũng như công suất mới đưa vào hoạt động hạn chế.

Với triển vọng tích cực đến từ giá urê toàn cầu, cũng như KQKD khả quan trong nửa đầu năm 2024, HSC điều chỉnh tăng bình quân lần lượt 5,9% và 7,9% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 đối với DCM và DPM. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần của hai công ty tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 7,9% và 22,7%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, chúng tôi tăng 5,7% giá mục tiêu đối với DPM lên 40.800đ, với tiềm năng tăng giá 17% và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, chỉ cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,6 lần. DPM là cổ phiếu phân bón ưa thích của chúng tôi ở thời điểm hiện tại nhờ định giá thấp so với bình quân quá khứ, và tiềm năng tăng giá cao.

Chúng tôi cũng tăng 2,5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF đối với DCM lên 41.600đ, với tiềm năng tăng giá 11% và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, cao hơn bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9 lần. Với triển vọng lợi nhuận tích cực hơn, nhờ công suất sản xuất được nâng cao và điều kiện thị trường thuận lợi, cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/9.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
DCM	37,400	Tăng tỷ trọng	-	41,600	-	11.2	15.1	13.8	6.98	5.65	5.35	4.01
DPM	34,850	Tăng tỷ trọng	-	40,800	-	17.1	16.3	13.4	4.64	3.74	5.74	5.74

Giá cổ phiếu tại ngày 30/8/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Diễn biến tích cực từ cung cầu urê toàn cầu	3
Phân tích KQKD nửa đầu năm 2024: Môi trường giá tích cực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận	3
Dự báo: Cho nửa cuối năm 2024 và những năm tiếp theo	5
Định giá và khuyến nghị	6
Báo cáo thành phần	
Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM)	8
CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)	13

Diễn biến tích cực từ cung cầu urê toàn cầu

Giá urê toàn cầu trong nửa đầu năm 2024 ở mức cao, vượt mốc 300 USD/tấn do nguồn cung thắt chặt và giá nông sản tăng cao. Từ đó, giá urê trong nước vẫn ở mức cao, giúp DCM và DPM ghi nhận lợi nhuận tích cực trong nửa đầu năm 2024. Chúng tôi dự báo giá urê toàn cầu sẽ tiếp tục thuận lợi trong thời gian tới, nhờ nhu cầu tăng 1,5% hàng năm, sản lượng sản xuất duy trì ở mức thấp hơn trước thời điểm chiến tranh Nga/Ukraina, tình trạng kiểm soát nguồn cung tại Trung Quốc, cũng như công suất mới đưa vào hoạt động hạn chế. Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận thuần và giá mục tiêu giai đoạn 2024-2026 đối với cả hai cổ phiếu DCM và DPM, cũng như duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với hai cổ phiếu, nhưng DPM được ưa thích hơn nhờ có mức tăng trưởng cao hơn và định giá đang ở mức thấp so với bình quân quá khứ.

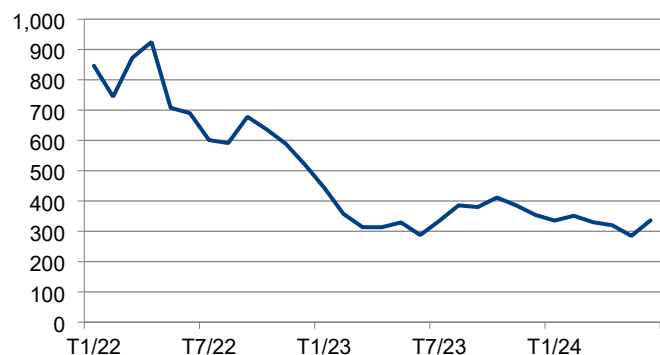
Phân tích KQKD nửa đầu năm 2024: Môi trường giá tích cực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Giá urê giao ngay bình quân tại khu vực Trung Đông (đại diện cho giá urê toàn cầu được Ngân hàng Thế giới sử dụng) trong Q2/2024 dao động trong biên độ hẹp ở mức bình quân 313 USD/tấn, giảm nhẹ 7,4% so với Q1/2024. Giá urê toàn cầu trong Q2/2024 được ghi nhận ở biên cao nhất trong khung dự báo của thị trường (280-320 USD) do nguồn cung hạn chế sau động thái cắt giảm công suất tại Ai Cập và Trinidad, và sự sụt giảm sản lượng xuất khẩu tại Trung Quốc (dự kiến đạt 135.000 tấn trong nửa đầu năm 2024 so với 1 triệu tấn trong nửa đầu năm 2023).

Theo đó, giá urê trong nước cũng duy trì ở mức có lợi cho các doanh nghiệp sản xuất phân bón, dao động trong khoảng 9.400-9.800đ/kg. Kết quả là, lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất urê như DPM và DCM cao hơn dự báo.

Biểu đồ 1: Biến động giá urê trên thế giới (USD/tấn)

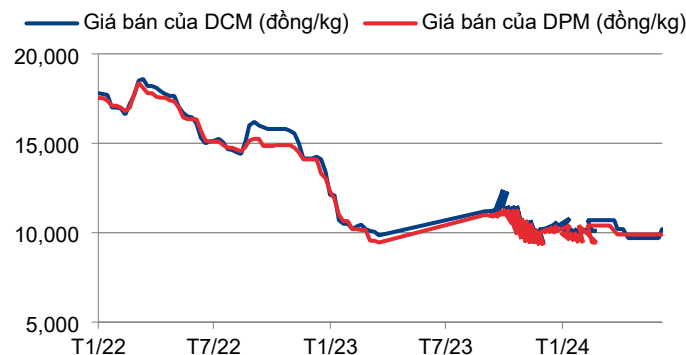
Giá urê thế giới biến động trong biên độ hẹp trong 6 tháng đầu năm 2024



Nguồn: Ngân hàng Thế giới

Biểu đồ 2: Giá urê trong nước của Việt Nam (đồng/kg)

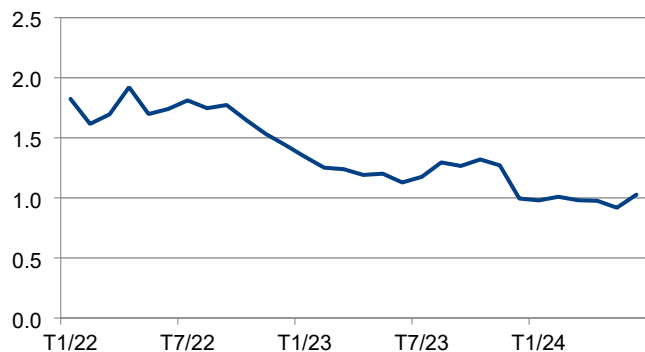
Giá urê trong nước cũng được giữ ở mức cao hơn dự kiến



Nguồn: Agromonitor

Biểu đồ 3: Chỉ số sức mua phân bón

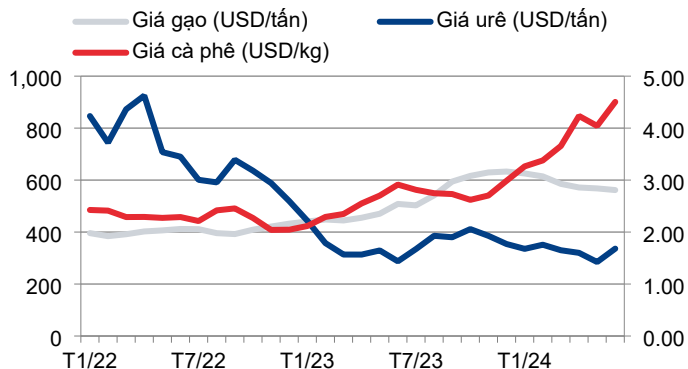
Chỉ số sức mua phân bón hiện ở mức lành mạnh là 1



Ghi chú: Tỷ lệ chỉ số giá phân bón của Ngân hàng Thế giới/chỉ số giá lương thực càng cao, sức mua phân bón càng thấp và ngược lại
 Nguồn: Ngân hàng Thế giới, HSC

Biểu đồ 4: Giá ure so với một số hàng hóa nông sản

Giá nông sản cao đã hỗ trợ nhu cầu phân bón trong 6 tháng đầu năm 2024



Nguồn: Dữ liệu của Ngân hàng Thế giới, HSC

Phân tích KQKD Q2/2024: Nhu cầu cao và giá bán tích cực

DCM và DPM, 2 doanh nghiệp sản xuất ure trong danh sách khuyến nghị của HSC báo cáo KQKD Q2/2024 với tổng doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 6,7% và 40,4% so với cùng kỳ nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp tăng.

Sản lượng tiêu thụ trong nửa đầu năm 2024 của cả 2 công ty tăng trưởng tích cực, nhờ nhu cầu trong nước tăng cao sau khi giá nông sản tăng. Nhu cầu ure tương đối ổn định, tăng 3,5% so với cùng kỳ, được thể hiện qua tổng sản lượng tiêu thụ ure, chủ yếu nhờ giá lúa cao. Trong khi đó, nhu cầu NPK cũng tăng đáng kể 23,3% so với cùng kỳ nhờ giá nông sản từ các cây lâu năm như cà phê, tiêu, và sầu riêng tăng.

Sản lượng tiêu thụ tăng hoàn toàn bù trừ cho mức giảm của giá bán bình quân và giúp giảm chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị sản phẩm (đặc biệt đối với NPK) và các chi phí cố định khác. Do đó, cả hai công ty DCM và DPM ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp cao.

Bảng 5: Doanh thu thuần 6 tháng đầu năm 2024, DCM & DPM

Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm 2024, phần lớn nhờ sản lượng tiêu thụ tăng

Tỷ đồng	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ	% kế hoạch 2024 của công ty	% dự báo 2024 của HSC
DCM	6,026	6,607	9.7%	55.6%	54.6%
DPM	6,972	7,255	4.1%	56.9%	55.6%
Tổng	12,997	13,862	6.7%		

Nguồn: Dữ liệu các công ty

Bảng 6: Lợi nhuận thuần 'cốt lõi' 6 tháng đầu năm 2024, DCM & DPM

Lợi nhuận thuần tăng mạnh nhờ kết quả mảng NPK tích cực hơn

Tỷ đồng	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ	% kế hoạch 2024 của công ty	% dự báo 2024 của HSC
DCM	517	738	42.7%	92.8%	65.1%
DPM	361	495	37.0%	91.3%	70.0%
Tổng	878	1,233	40.4%		

Nguồn: Dữ liệu các công ty

Bảng 7: Cơ cấu doanh thu theo sản lượng và giá bán bình quân, DCM & DPM

DCM và DPM đều ghi nhận sản lượng tiêu thụ tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2024 (đặc biệt là mảng NPK), bù đắp cho sự sụt giảm của giá bán bình quân

	Sản lượng tiêu thụ (tấn)			Giá bán bình quân		
	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
DCM						
Urê	441,250	453,450	2.8%	9.7	9.6	-1.0%
NPK	55,700	76,940	38.1%	12.0	10.9	-9.2%
Phân bón nhập khẩu	82,560	95,640	15.8%	11.4	8.2	-28.3%
DPM						
Urê	480,367	500,100	4.1%	9.2	9.6	3.6%
NPK	71,586	80,000	11.8%	13.1	11.6	-11.1%
Phân bón nhập khẩu	110,116	107,800	-2.1%	9.0	8.3	-8.2%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

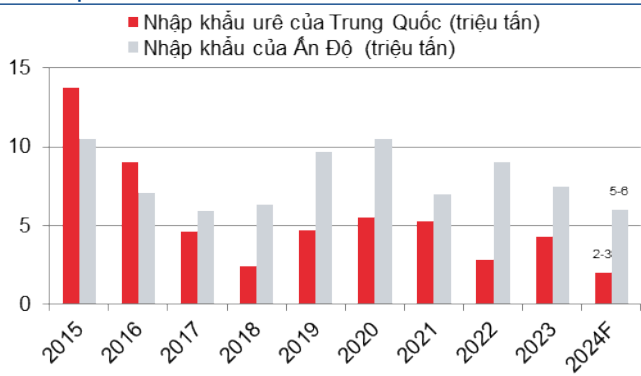
Dự báo: Cho nửa cuối năm 2024 và những năm tiếp theo

Giá urê toàn cầu đang được giao dịch ở mức trên 320 USD/tấn trong tháng 8/2024, bất chấp nhu cầu thấp do yếu tố thời vụ. Khi Bắc bán cầu bắt đầu bước vào mùa cao điểm từ tháng 11 đến tháng 1, giá urê có khả năng sẽ tăng cao hơn nữa trong những tháng cuối năm.

Cho năm 2025-2026, HSC dự báo thị trường nitơ toàn cầu sẽ rất khả quan. Chúng tôi tin rằng nguồn cung nitơ sẽ tiếp tục chịu ảnh hưởng từ các biện pháp kiểm soát nguồn cung chặt chẽ hơn, từ chính sách ưu tiên năng lượng và đảm bảo nguồn cung phân bón với mức giá phải chăng để phục vụ nhu cầu cho tiêu dùng trong nước. Điều này minh chứng cho việc giảm sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc, nước xuất khẩu phân urê và phân lân lớn trên toàn cầu.

Biểu đồ 8: Xuất khẩu urê của Trung Quốc và nhập khẩu urê của Ấn Độ

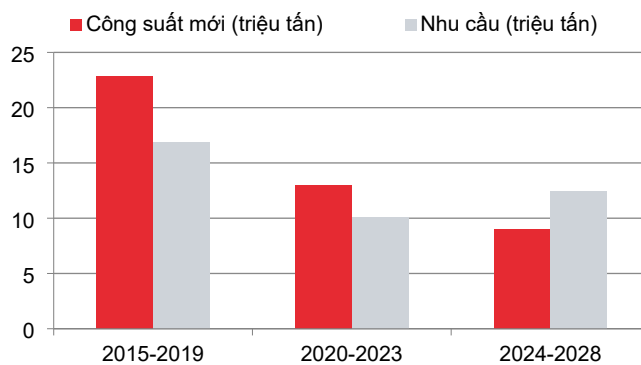
Xuất khẩu urê của Trung Quốc nhiều khả năng sẽ giảm xuống dưới 3 triệu tấn trong khi nhập khẩu của Ấn Độ duy trì ở mức cao là 5-6 triệu tấn



Nguồn: OCI, CF industries

Biểu đồ 9: Công suất urê bổ sung & tăng trưởng nhu cầu trên toàn cầu (loại trừ Trung Quốc)

Nguồn cung urê trong giai đoạn 2024-2028 nhiều khả năng sẽ thiếu hụt 3 triệu tấn



Nguồn: OCI

Hơn nữa, theo kế hoạch đưa vào vận hành nhà máy mới, dự kiến công suất urê toàn cầu sẽ bị hạn chế trong ba năm tới. Ngoài ra, sản lượng sản xuất hàng năm dự kiến sẽ ở mức thấp hơn thời điểm trước chiến tranh Nga/Ukraina do nhiều nhà máy ở châu Âu đóng cửa trong suốt 2 năm qua. Bên cạnh những yếu tố trên, nhu cầu ước tính sẽ tăng tự nhiên 1,5% mỗi năm, giúp duy trì giá urê toàn cầu trong những năm tới.

Luật Thuế GTGT sửa đổi sẽ được thông qua vào tháng 10/2024

HSC cho rằng Luật Thuế GTGT sửa đổi sẽ được Quốc hội thông qua vào tháng 10/2024 và có hiệu lực từ năm 2025. Tác động của luật này đã được đưa vào mô hình dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 của DCM và DPM. Luật Thuế GTGT có tác động đáng kể đối với HĐKD của DPM và DCM, giúp tiết kiệm lần lượt 500 tỷ đồng và 300 tỷ đồng, giúp giảm 90% và 60% thuế VAT phải nộp của 2 công ty. Từ đó, lợi nhuận thuần của 2 công ty tăng 57 và 28% so với trước khi điều chỉnh mức thuế VAT.

Xin nhắc lại, một trong những thay đổi trong Luật thuế GTGT có tác động đáng kể đến các doanh nghiệp sản xuất phân bón là việc chuyển phân bón vào danh mục sản phẩm chịu thuế suất VAT 5% (từ danh mục sản phẩm không chịu thuế hiện tại). Là sản phẩm không chịu thuế, các doanh nghiệp sản xuất phân bón không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Khi dự thảo luật được thông qua, phân bón sẽ được tính thuế VAT ở mức 5% và các công ty này sẽ có thể kê khai để khấu trừ thuế VAT đầu vào mà họ đang phải trả ở mức 7-10%.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Với triển vọng tích cực đến từ giá urê toàn cầu trong ngắn hạn và dài hạn, cũng như KQKD khả quan trong nửa đầu năm 2024, HSC điều chỉnh tăng bình quân lần lượt 5,9% và 7,9% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 đối với DCM và DPM.

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần của DCM và DPM tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 7,9% và 22,7%. Thông tin chi tiết về các điều chỉnh dự báo lợi nhuận sẽ được trình bày trong phần Báo cáo doanh nghiệp của từng công ty.

Bảng 10: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới, DCM and DPM

HSC tăng lần lượt 5,9% và 7,9% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 đối với DCM và DPM, chủ yếu trong năm 2024 dựa trên kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2024

Tỷ đồng	2024F				2025F				2026F				CAGR 3 năm
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	
DCM	1,133	1,311	15.7%	18.2%	1,429	1,433	0.3%	9.3%	1,370	1,393	1.6%	-2.8%	7.9%
DPM	707	836	18.4%	61.2%	1,013	1,019	0.6%	21.9%	916	959	4.8%	-5.9%	22.7%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Dựa trên dự báo lợi nhuận mới, HSC tăng lần lượt 2,5% và 5,7% giá mục tiêu đối với DCM và DPM lên 41.600đ (từ 40.600đ) và 40.800đ (từ 38.600đ). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với cả DCM và DPM, với tiềm năng tăng giá 11% và 17%.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá 2 cổ phiếu trên và trình bày các giả định định giá cơ bản trong Bảng 11.

Bảng 11: Tính toán WACC, DCM và DPM

	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC	Giải thích
DCM	14.1%	4.0%	13.6%	Chi phí vốn CSH của DPM tăng, chủ yếu do hệ số beta tăng
DPM	14.4%	3.5%	13.9%	Chi phí nợ của DCM tăng do thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành giảm (lần lượt là 11,5% và 23,3% đối với DCM và DPM)

Nguồn: HSC

Bảng 12: Diễn biến giá cổ phiếu và P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM và DPM

Giá (đồng)	Hiệu suất tuyệt đối			Tương quan với chỉ số			P/E trượt dự phóng 1 năm	Bình quân P/E dự phóng (từ T1/2021)	
	1 tháng	3 tháng	12 tháng	1 tháng	3 tháng	12 tháng			
DCM	37,400	-0.8%	4.5%	29.6%	-4.1%	0.4%	19.3%	14.2	9
DPM	34,850	3.7%	2.2%	1.7%	0.3%	-1.9%	6.4%	14.2	12.6

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua nhưng chỉ tăng 2% trong 1 năm qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, chỉ cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,6 lần. DPM là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi ở thời điểm hiện tại nhờ có tốc độ tăng trưởng cao (so với mức nền thấp của năm 2023), định giá đang ở mức thấp so với bình quân quá khứ, và tiềm năng tăng giá cao.

Trong khi đó, sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 1 năm qua và diễn biến tích cực hơn DPM, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9 lần. Cổ phiếu xứng đáng

được định giá lại ở mặt bằng cao hơn dựa trên triển vọng lợi nhuận tích cực, nhờ tác động cả năm của việc nhà máy ure hết khấu hao, công suất sản xuất NPK được mở rộng, cũng như khả năng khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, các điều kiện thuận lợi của thị trường cũng giúp cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

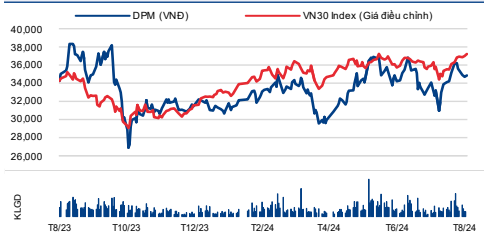
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ40,800 (từ VNĐ38,600)
 Tiềm năng tăng/giảm: 17.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/8/2024)	34,850
Mã Bloomberg	DPM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,912-38,330
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,840
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,638
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	548
Slg CP lưu hành (tr.đv)	391
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	200
Slg CP NN được mua (tr.đv)	157
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	11.0%
Tỷ lệ freefloat	26.6%
Cổ đông lớn	PVN (59.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.74	2.16	1.73
So với chỉ số	0.34	(1.85)	(6.36)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,138	1,485	43.9
2025F	2,605	2,593	0.4
2026F	2,451	2,748	(10.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Nhà sản xuất và phân phối phân bón hàng đầu Việt Nam, chiếm 40% thị phần thị trường urea.

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim
 Trưởng phòng
 kim.thong@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ
 Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
 my.th@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 362

Tăng giá mục tiêu nhờ triển vọng giá urê tích cực

- HSC tăng 5,7% giá mục tiêu đối với DPM lên 40.800đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá là 17% tại giá mục tiêu mới.
- Chúng tôi tăng bình quân 7,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, nhờ vào KQKD tốt trong nửa đầu năm và triển vọng thị trường tích cực trong 2 năm tới. Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường cho năm nay – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 22,7% so với mức nền thấp của năm 2023).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, chỉ cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,6 lần. Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận cải thiện.

Sự kiện: Phân tích KQKD nửa đầu năm 2024

Lũy kế nửa đầu năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 7.255 tỷ đồng và 495 tỷ đồng, tăng 4,1% và 37% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ urê và NPK tích cực dựa trên nhu cầu trong nước tăng cao nhờ giá nông sản (bao gồm lúa, tiêu, cà phê và các loại trái cây khác) tăng cao. Bên cạnh đó, giá bán bình quân cao hơn dự báo đã hỗ trợ tăng trưởng tỷ suất lợi nhuận gộp.

Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2024-2026 nhưng điều chỉnh tăng bình quân 7,9% dự báo lợi nhuận thuần chủ yếu cho năm 2024 (điều chỉnh tăng 18,4%), sau khi có KQKD tích cực trong nửa đầu năm 2024 và triển vọng thị trường phân bón tích cực hơn.

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 22,7% so với mức nền thấp của năm 2023. Đáng lưu ý, dự báo mới cho năm 2024 cao hơn 43,9% so với bình quân dự báo thị trường, có thể nhờ tăng giá định giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ, sau khi điều chỉnh tăng các KQKD nửa đầu năm.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, chỉ cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,6 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 17% tại giá mục tiêu mới.

Chúng tôi ưa thích DPM vì Công ty có vị thế tiền mặt ổn định và lợi suất cổ tức hấp dẫn (ở mức 6% cho năm 2024). Kế hoạch phát hành cổ phiếu thường cho năm 2024-2025 có thể tạo ra tâm lý tích cực cho thị trường trong ngắn hạn.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,838	705	1,437 ▲	1,688 ▲	1,639 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	5,565	519	836 ▲	1,019	959
EPS ĐC (đồng)	14,220	1,327	2,138 ▲	2,605	2,451
DPS (đồng)	7,000	2,000	2,000 ▲	2,000 ▲	2,000 ▲
BVPS (đồng)	35,820	29,502	29,446	29,863	30,123
EV/EBITDA ĐC (lần)	0.81	10.2	4.64	3.74	3.71
P/E ĐC (lần)	2.45	26.3	16.3	13.4	14.2
Lợi suất cổ tức (%)	20.1	5.74	5.74	5.74	5.74
P/B (lần)	0.97	1.18	1.18	1.17	1.16
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(90.7)	61.0	21.9	(5.89)
ROAE (%)	45.0	4.06	7.25	8.78	8.17

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhờ triển vọng lợi nhuận cải thiện

HSC tăng bình quân 7,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 sau khi Công ty ghi nhận KQKD tích cực trong nửa đầu năm 2024 và triển vọng thị trường tích cực trong 2 năm tới. Sau khi tăng dự báo lợi nhuận, chúng tôi tăng 5,7% giá mục tiêu lên 40.800đ. DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, chỉ cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,6 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 17% tại giá mục tiêu mới và nhận thấy cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận cải thiện.

Khả năng phát hành cổ phiếu thưởng và cổ tức bằng tiền mặt cao

Xin nhắc lại, tại ĐHCĐ năm 2022, DPM có kế hoạch tăng vốn điều lệ thông qua phát hành cổ phiếu từ nguồn vốn CSH và ủy quyền cho HĐQT thực hiện các bước còn lại.

Chúng tôi hiểu rằng DPM đã nộp hồ sơ cho Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp để tăng 73,7% vốn điều lệ lên 6.800 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2025, sử dụng nguồn vốn từ quỹ đầu tư và phát triển. Trong đợt một, có khả năng trong nửa cuối năm 2024, Công ty sẽ tăng 40% vốn điều lệ lên 5.480 tỷ đồng. Trong đợt 2, dự kiến được triển khai trong năm 2025, DPM sẽ tăng thêm 24,1% vốn điều lệ lên 6.800 tỷ đồng.

Tính đến cuối năm 2023, vốn điều lệ của Công ty được ghi nhận ở mức 3.914 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với tổng vốn CSH 11.545 tỷ đồng, bao gồm quỹ đầu tư và phát triển 4.599 tỷ đồng và lợi nhuận được giữ lại 2.838 tỷ đồng.

Lợi suất cổ tức 6% trong năm 2024

Tại ĐHCĐ năm 2024, cổ đông của DPM đã thông qua kế hoạch chia cổ tức bằng tiền mặt ở mức 1.500đ/cp sau khi chia tách cổ phiếu, tương đương mức 2.100đ/cp trước khi chia tách cổ phiếu, cho thấy lợi suất cổ tức ở mức 6%.

Có một điều đáng lưu ý rằng, DPM có tiền lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao hơn mức đã dự kiến ban đầu căn cứ theo lợi nhuận thực tế. Trong 5 năm qua, tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức của Công ty khá cao, đạt mức 89%.

Vị thế tiền mặt vững chắc đã hỗ trợ tích cực cho khả năng duy trì mức cổ tức bằng tiền mặt cao và liên tục của Công ty. Đến giữa năm 2024, DPM ghi nhận lượng tiền mặt khoảng 9.141 tỷ đồng, với tỷ lệ nợ thuần trên vốn CSH âm 96%. Yếu tố này đảm bảo cho Công ty duy trì cổ tức bằng tiền mặt ở mức 2.000-3.000đ/cp trong giai đoạn 2024-2026.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Với triển vọng vững chắc đến từ giá urê toàn cầu trong ngắn hạn và dài hạn, cũng như KQKD khả quan trong nửa đầu năm 2024, HSC điều chỉnh tăng bình quân 7,9% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 đối với DPM. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 22,7%.

Những giả định chính được thể hiện trong các bảng bên dưới.

Bảng 13: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới, DPM

Tăng trưởng lợi nhuận gộp 3 năm là 22,7%

Tỷ đồng	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	13,060	12,968	-0.7%	-4.4%	13,267	13,272	0.0%	2.3%	13,268	13,272	0.0%	0.0%
Lợi nhuận thuần	707	836	18.4%	61.0%	1,013	1,019	0.6%	21.9%	916	959	4.8%	-5.9%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Giả định chi phí khí đầu vào cũ và mới, DPM

HSC điều chỉnh giảm nhẹ giả định chi phí khí cho giai đoạn 2024-2026 dựa trên kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2024 & dự báo dầu được cập nhật mới nhất của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA)

	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Dầu Brent (USD/thùng)	86.0	84.2	-2.1%	4.6%	85.4	86	0.4%	1.9%	85.4	86	0.4%	0.0%
MFO (USD/tấn)	477.9	495.6	3.7%	5.7%	503.0	505	0.4%	1.9%	503.0	505	0.4%	0.0%
Khí tự nhiên (USD/mmbtu)	5.7	5.62	-1.5%	11.3%	5.7	5.72	0.4%	1.9%	5.7	5.72	0.4%	0.0%
Thuế (USD/mmbtu)	5.0	4.50	-10.0%	11.9%	4.5	4.50	0.0%	0.0%	4.5	4.50	0.0%	0.0%
Chi phí khí (USD/mmbtu)	10.7	10.1	-5.5%	5.5%	10.7	10.2	-4.5%	1.0%	10.7	10.2	-4.5%	0.0%
Thuế GTGT 10% (USD/mmbtu)	1.1	1.0	-5.5%	5.5%	0.0	0.0	0.0%	N/m	0.0	0.0	0.0%	0.0%
Tổng chi phí khí (USD/mmbtu)	11.8	11.1	-5.5%	5.5%	10.7	10.2	-4.5%	-8.2%	10.7	10.2	-4.5%	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Giả định doanh thu cũ và mới, DPM

Chúng tôi điều chỉnh giả định sản lượng tiêu thụ & giá bán bình quân chủ yếu cho năm 2024 dựa trên kết quả thực tế trong 6 tháng đầu năm 2024 & kế hoạch của Công ty trong 6 tháng cuối năm 2024

	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)												
Urê	860	900	4.7%	1.5%	860	860	0.0%	-4.4%	860	860	0.0%	0.0%
Ammonia	65	65	0.0%	2.4%	65	65	0.0%	0.0%	65	65	0.0%	0.0%
NPK	150	140	-6.7%	1.7%	180	180	0.0%	28.6%	180	180	0.0%	0.0%
Phân bón nhập khẩu	260	240	-7.7%	-9.8%	260	260	0.0%	8.3%	260	260	0.0%	0.0%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)												
Urê	9.3	9.5	2.3%	2.0%	9.3	9.7	4.4%	2.0%	9.3	9.7	4.4%	0.0%
Ammonia	11.3	10.4	-8.3%	-2.3%	11.3	10.6	-6.4%	2.0%	11.3	10.6	-6.4%	0.0%
NPK	12.5	11.7	-6.7%	-8.3%	12.5	11.9	-4.8%	2.0%	12.5	11.9	-4.8%	0.0%
Phân bón nhập khẩu	9.0	8.4	-7.2%	3.6%	9.0	8.4	-7.2%	0.0%	9.0	8.4	-7.2%	0.0%

Nguồn: HSC

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với giá mục tiêu mới là 40.800đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 5,7% giá mục tiêu đối với DPM lên 40.800đ; tiềm năng tăng giá 17% từ thị giá hiện tại. Việc điều chỉnh tăng giá mục tiêu phản ánh những thay đổi sau trong dự báo và giả định định giá:

- Điều chỉnh tăng bình quân 7,9% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026.
- Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 13,9%, với hệ số beta không đổi là 1,2 lần (theo dữ liệu cập nhật của Bloomberg). Lãi suất phi rủi ro chung được giữ nguyên ở mức 4% và phân bù rủi ro vốn CSH chung ở mức 8,5%.
- Trong mô hình DCF, chúng tôi tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

Bảng 16: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DPM

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	301	889	1,111	1,037	1,031
Thu nhập thuần trừ nợ vay	301	747	933	871	866
Cộng: Khấu hao	403	548	577	603	629
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(241)	(170)	(247)	(174)	(183)
Trừ: Tăng vốn lưu động	1,038	540	77	(94)	(76)
UFCF	1,501	1,665	1,340	1,206	1,237

Nguồn: HSC

Bảng 17: Tính toán WACC, DPM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (lần)	1.23
Chi phí vốn CSH	14.4%
Lãi suất bình quân	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	23.3%
Chi phí nợ sau thuế	3.5%
Tỷ trọng nợ	5%
WACC	13.9%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Định giá DCF, DPM

Đồng	Giá trị
Giá mục tiêu cuối năm 2024	39,600
Giá mục tiêu cuối năm 2025	41,900
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng	40,800
P/E 2024 của DPM tại giá mục tiêu	19.1
P/E 2025 của DPM tại giá mục tiêu	15.7

Nguồn: HSC

Bảng 19: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), DPM

Lãi suất phi rủi ro		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
3.0%	3.0%	41,800	42,300	42,900	43,500	45,000
	3.5%	40,800	41,200	41,800	42,400	43,700
	4.0%	39,900	40,300	40,800	41,300	42,500
	4.5%	39,000	39,400	39,800	40,300	41,400
	5.0%	38,200	38,600	39,000	39,400	40,400

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, chỉ cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,6 lần.

Bảng 20: P/E trượt dự phóng 1 năm, DPM

Dựa trên ước tính của HSC, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 21: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DPM

...cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 12,6 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	18,627	13,569	12,968	13,272	13,272
Lợi nhuận gộp	7,838	1,652	2,239	2,355	2,284
Chi phí BH&QL	(1,534)	(1,351)	(1,349)	(1,245)	(1,247)
Thu nhập khác	18.9	0.94	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,323	302	889	1,111	1,037
Lãi vay thuần	280	386	136	139	139
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.66	2.66	2.96	3.11	3.27
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	6,606	691	1,028	1,252	1,179
Chi phí thuế TNDN	(1,021)	(161)	(170)	(207)	(195)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(20.0)	(10.4)	(21.4)	(26.1)	(24.6)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	5,565	519	836	1,019	959
Lợi nhuận thuần ĐC	5,565	519	836	1,019	959
EBITDA ĐC	6,838	705	1,437	1,688	1,639
EPS (đồng)	14,220	1,327	2,138	2,605	2,451
EPS ĐC (đồng)	14,220	1,327	2,138	2,605	2,451
DPS (đồng)	7,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	391	391	391	391	391
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	391	391	391	391	391
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	391	391	391	391	391

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,084	1,242	3,793	2,406	2,655
Đầu tư ngắn hạn	6,880	5,385	5,385	4,847	4,847
Phải thu khách hàng	458	642	532	525	566
Hàng tồn kho	3,871	1,911	1,900	1,933	2,162
Các tài sản ngắn hạn khác	285	385	331	325	341
Tổng tài sản ngắn hạn	13,579	9,565	11,941	10,035	10,570
TSCĐ hữu hình	2,653	2,416	2,055	1,728	1,378
TSCĐ vô hình	821	834	831	829	764
Bất động sản đầu tư	200	190	181	171	161
Đầu tư dài hạn	12.5	3.60	3.60	3.60	3.60
Đầu tư vào Cty LD,LK	29.3	29.8	29.8	29.8	29.8
Tài sản dài hạn khác	404	271	265	274	270
Tổng tài sản dài hạn	4,120	3,744	3,365	3,035	2,606
Tổng cộng tài sản	17,699	13,309	15,306	13,070	13,176
Nợ ngắn hạn	202	0	1,004	(303)	(303)
Phả trả người bán	869	768	863	821	806
Nợ ngắn hạn khác	1,556	586	586	542	541
Tổng nợ ngắn hạn	2,996	1,484	2,605	1,195	1,187
Nợ dài hạn	505	0	1,010	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	133	133	133	133	133
Nợ dài hạn khác	48.2	44.8	34.6	55.8	68.0
Tổng nợ dài hạn	686	177	1,177	188	201
Tổng nợ phải trả	3,681	1,764	3,783	1,383	1,388
Vốn chủ sở hữu	14,017	11,545	11,523	11,687	11,788
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	14,017	11,545	11,523	11,687	11,788
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,699	13,309	15,306	13,070	13,176
BVPS (đ)	35,820	29,502	29,446	29,863	30,123
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(1,377)	(1,242)	(1,779)	(2,708)	(2,958)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	6,323	302	889	1,111	1,037
Khấu hao	(515)	(403)	(548)	(577)	(603)
Lãi vay thuần	280	386	136	139	139
Thuế TNDN đã nộp	(1,021)	(161)	(170)	(207)	(195)
Thay đổi vốn lưu động	(683)	1,269	349	(103)	(281)
Khác	(453)	(1,255)	(40.5)	32.8	60.3
LCT thuần từ HĐKD	4,961	945	1,711	1,549	1,362
Đầu tư TS dài hạn	(77.5)	(241)	(170)	(247)	(174)
Góp vốn & đầu tư	(11,790)	(9,615)	0	539	0
Thanh lý	2.49	0.91	0	0	0
Khác	8,638	11,531	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(3,227)	1,676	(170)	292	(174)
Cổ tức trả cho CSH	(1,977)	(2,755)	(783)	(783)	(783)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(200)	(707)	1,793	(2,446)	(156)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(2,177)	(3,463)	1,010	(3,229)	(939)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,524	2,084	1,242	3,793	2,406
LCT thuần trong kỳ	(442)	(842)	2,552	(1,388)	249
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.62	(0.64)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,084	1,242	3,793	2,406	2,655
Dòng tiền tự do	4,884	704	1,541	1,302	1,189

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	42.1	12.2	17.3	17.7	17.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	36.7	5.20	11.1	12.7	12.4
Tỷ suất LNT (%)	29.9	3.83	6.45	7.68	7.23
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.5	23.3	16.5	16.5	16.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	45.7	(27.2)	(4.43)	2.34	0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	61.5	(89.7)	104	17.4	(2.85)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	78.5	(90.7)	61.0	21.9	(5.89)
Tăng trưởng EPS (%)	78.5	(90.7)	61.0	21.9	(5.89)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(90.7)	61.0	21.9	(5.89)
Tăng trưởng DPS (%)	100	(71.4)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	49.2	151	93.6	76.8	81.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	45.0	4.06	7.25	8.78	8.17
ROACE (%)	47.8	2.28	7.25	9.04	8.69
Vòng quay tài sản (lần)	1.18	0.88	0.91	0.94	1.01
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.78	3.13	1.92	1.39	1.31
Số ngày tồn kho	131	58.5	64.6	64.6	71.8
Số ngày phải thu	15.5	19.7	18.1	17.6	18.8
Số ngày phải trả	29.4	23.5	29.4	27.4	26.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(9.31)	(9.68)	(14.6)	(22.4)	(24.2)
Nợ/tài sản (%)	4.40	0.93	13.8	(1.62)	(1.50)
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.11	0.18	1.47	(0.13)	(0.12)
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.53	6.44	4.58	8.40	8.90
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.30	0.53	0.51	0.48	0.46
EV/EBITDA ĐC (lần)	0.81	10.2	4.64	3.74	3.71
P/E (lần)	2.45	26.3	16.3	13.4	14.2
P/E ĐC (lần)	2.45	26.3	16.3	13.4	14.2
P/B (lần)	0.97	1.18	1.18	1.17	1.16
Lợi suất cổ tức (%)	20.1	5.74	5.74	5.74	5.74

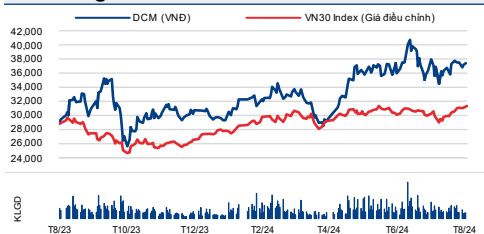
Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)
Giá mục tiêu: VNĐ41,600 (từ VNĐ40,600)
Tiềm năng tăng/giảm: 11.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/8/2024)	37,400
Mã Bloomberg	DCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	25,623-40,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	37,160
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	19,800
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	796
Slg CP lưu hành (tr.đv)	529
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Slg CP NN được mua (tr.đv)	220
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.35%
Tỷ lệ freefloat	14.4%
Cổ đông lớn	PVN (75.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.80)	4.54	29.6
So với chỉ số	(4.05)	0.44	19.3
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,476	3,310	(25.2)
2025F	2,707	3,415	(20.7)
2026F	2,631	3,437	(23.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DCM là công ty sản xuất phân đạm urea hạt đục duy nhất tại Việt Nam. DCM hiện đang chiếm 30% thị phần trên thị trường urea nội địa.

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim
Trưởng phòng
kim.thong@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4850

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Giá urê vẫn tích cực; Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 2,5% giá mục tiêu đối với DCM lên 41.600đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 11% tại giá mục tiêu mới.
- Chúng tôi tăng bình quân 5,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 sau khi Công ty công bố KQKD nửa đầu năm 2024 và triển vọng thị trường tích cực trong năm 2025-2026. Dự báo cho giai đoạn 2024-2026 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 7,9%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 12 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, cao hơn bình quân quá khứ ở mức 9 lần. Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận cải thiện.

Sự kiện: Phân tích KQKD nửa đầu năm 2024

DCM báo cáo KQKD ấn tượng trong nửa đầu năm 2024, với doanh thu thuần tăng 9,7% so với cùng kỳ đạt 6.607 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần tăng mạnh 76,8% so với cùng kỳ đạt 915 tỷ đồng, với lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng 45% so với cùng kỳ đạt 748 tỷ đồng và Công ty ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên 176 tỷ đồng từ việc định giá lại Công ty Phân bón Hàn-Việt đã mua lại trong Q2/2024.

Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC tăng bình quân 5,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, đa phần lợi nhuận rơi vào năm 2024 (tăng 15,7% so với cùng kỳ), sau khi Công ty công bố KQKD nửa đầu năm 2024 và triển vọng thị trường phân bón tích cực hơn.

Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 – thấp hơn 23% so với bình quân dự báo thị trường, có thể do giả định giá dầu cao hơn – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 7,9%.

Định giá và khuyến nghị

DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9 lần. DCM đã được định giá lại ở mặt bằng cao hơn trong thời gian vừa qua nhờ tác động tích cực của việc hết khấu hao nhà máy urea và tăng gấp đôi công suất sản xuất NPK (sau khi mua lại Công ty Phân bón Hàn-Việt gần đây).

HSC tăng 2,5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 41.600đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 11%, cho thấy P/E dự phóng năm 2024-2025 lần lượt là 16,8 lần và 15,4 lần.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu DCM nhờ có vị thế tiền mặt ổn định ở mức 9.140 tỷ đồng, và có triển vọng lợi nhuận tích cực hơn, sau khi mua lại Công ty Phân bón Hàn-Việt (giúp tăng gấp đôi công suất sản xuất NPK).

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,754	1,788	1,538 ▲	1,748 ▲	1,698 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,316	1,109	1,311 ▲	1,433	1,393
EPS ĐC (đồng)	8,153	2,095	2,476 ▲	2,707	2,631
DPS (đồng)	3,000	2,000	2,000	1,500	1,000
BVPS (đồng)	19,978	18,768	18,996	19,933	21,301
EV/EBITDA ĐC (lần)	1.89	5.67	6.98	5.65	5.45
P/E ĐC (lần)	4.59	17.9	15.1	13.8	14.2
Lợi suất cổ tức (%)	8.02	5.35	5.35	4.01	2.67
P/B (lần)	1.87	1.99	1.97	1.88	1.76
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	137	(74.3)	18.2	9.35	(2.84)
ROAE (%)	47.9	10.8	13.1	13.9	12.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tiếp tục định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng tích cực

HSC tăng 5,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, với lợi nhuận chủ yếu rơi vào năm 2024 (tăng trưởng 15,7%), sau khi Công ty công bố KQKD nửa đầu năm 2024. Do đó, chúng tôi tăng nhẹ 2.5% giá mục tiêu lên 41.600đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Cổ phiếu đã được định giá lại ở mặt bằng cao hơn trong 12 tháng qua dựa trên triển vọng lợi nhuận tích cực, nhờ tác động tích cực (trong cả năm) từ việc giảm chi phí khấu hao trong hoạt động sản xuất urê, công suất sản xuất NPK được mở rộng, cũng như khả năng khấu trừ thuế GTGT đầu vào. DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9 lần.

Đánh giá nửa đầu năm 2024: Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhờ chi phí khấu hao giảm

DCM báo cáo KQKD nửa đầu năm 2024 ấn tượng, với lợi nhuận thuần tăng 76,8% so với cùng kỳ, nhờ chi phí khấu hao tại nhà máy sản xuất urê giảm, cũng như lợi nhuận không thường xuyên từ việc định giá lại Công ty Phân bón Hàn-Việt, được mua lại trong Q2/2024.

Trong khi đó, doanh thu thuần đạt 6.607 tỷ đồng, tăng 9,7% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ NPK tăng, sau khi mua lại Công ty Phân bón Hàn-Việt vào Q2/2024.

Bảng 22: KQKD Q2/2024 & 6 tháng đầu năm 2024, DCM

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh, chủ yếu nhờ chi phí khấu hao của nhà máy urê giảm

Tỷ đồng	Q2/23	Q2/24	% sv cùng kỳ	6T2023	6T2024	% sv cùng kỳ
Doanh thu thuần	3,291	3,863	17.4%	6,026	6,607	9.7%
Giá vốn hàng bán	(2,921)	(3,253)	11.4%	(5,087)	(5,288)	4.0%
Lợi nhuận gộp	370	610	64.7%	939	1,320	40.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11.3%	15.8%		15.6%	20.0%	
Lợi nhuận tài chính	146	104	-28.8%	255	221	-13.3%
Chi phí BH&QL	(195)	(292)	49.3%	(616)	(744)	20.6%
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	5.9%	7.5%		10.2%	11.3%	
Lợi nhuận khác	3	176	5111.9%	8	184	2334.8%
LNTT	324	598	84.6%	585	981	67.5%
Lợi nhuận thuần	289	569	97.0%	517	915	76.8%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	289	402	39.1%	517	748	44.5%

Nguồn: DCM

Bảng 23: Cơ cấu doanh thu theo sản lượng & giá bán bình quân, DCM

Toàn bộ các mảng đều ghi nhận sản lượng tiêu thụ tăng nhờ nhu cầu mạnh mẽ trong bối cảnh giá nông sản cao

	Sản lượng tiêu thụ (tấn)			Giá bán bình quân		
	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Urê	441,250	453,450	2.8%	9.7	9.6	-1.0%
NPK	55,700	76,940	38.1%	12.0	10.9	-9.2%
Phân bón nhập khẩu	82,560	95,640	15.8%	11.4	8.2	-28.3%

Nguồn: DCM, HSC ước tính

Bảng 24: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới, DCM

HSC tăng bình quân 5,9% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu trong năm 2024 (tăng 15,7% dự báo)

Tỷ đồng	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	12,099	12,832	6.1%	2.1%	12,714	12,866	1.2%	0.3%	13,324	13,441	0.9%	4.5%
Lợi nhuận thuần	1,133	1,311	15.7%	18.2%	1,429	1,433	0.3%	9.3%	1,370	1,393	1.6%	-2.8%

Nguồn: HSC

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Với triển vọng vững chắc đến từ giá urê toàn cầu trong ngắn hạn và dài hạn, cũng như KQKD khả quan trong nửa đầu năm 2024, HSC điều chỉnh tăng bình quân 5,9% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 7,9%.

Những giả định chính được thể hiện trong các Bảng bên dưới.

Bảng 25: Giả định chi phí khí cũ và mới, DCM

HSC điều chỉnh giảm nhẹ giả định chi phí khí cho giai đoạn 2024-2026 dựa trên kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2024 & dự báo dầu được cập nhật mới nhất của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA)

	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Dầu Brent (USD/thùng)	86.0	84.2	-2.1%	4.6%	85.4	86	0.4%	1.9%	85.4	86	0.4%	0.0%
MFO (USD/tấn)	477.9	495.6	3.7%	5.7%	503.0	505	0.4%	1.9%	503.0	505	0.4%	0.0%
Khí tự nhiên (USD/mmbtu)	8.2	8.15	-0.1%	4.8%	8.3	8.31	0.4%	1.9%	8.3	8.31	0.4%	0.0%
Thuế (USD/mmbtu)	1.1	1.09	0.0%	0.0%	1.1	1.09	-0.9%	0.0%	1.1	1.09	-0.9%	0.0%
Chi phí khí (USD/mmbtu)	9.3	9.2	-0.2%	4.2%	9.4	9.4	0.3%	1.7%	9.4	9.4	0.3%	0.0%
Thuế GTGT 10% (USD/mmbtu)	0.9	0.9	-0.2%	4.2%	0.0	0.0	N/m	N/m	0.0	0.0	N/m	N/m
Tổng chi phí (USD/mmbtu)	10.2	10.2	-0.2%	4.2%	9.4	9.4	0.3%	-7.6%	9.4	9.4	0.3%	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 26: Giả định doanh thu cũ và mới, DCM

Chúng tôi điều chỉnh các giả định giá bán bình quân & sản lượng tiêu thụ dựa trên kết quả thực tế trong 6 tháng đầu năm 2024 và triển vọng thị trường trong năm 2025-2026

	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)												
Urê	860	880	2.3%	1.6%	860	860	0.0%	-2.3%	860	860	0.0%	0.0%
NPK	200	200	0.0%	45.2%	250	250	0.0%	25.0%	300	300	0.0%	20.0%
Phân bón nhập khẩu	165	165	0.0%	-10.0%	165	165	0.0%	0.0%	165	165	0.0%	0.0%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)												
Urê	9.4	9.5	1.0%	-1.0%	9.4	9.7	3.1%	2.0%	9.4	9.7	3.1%	0.0%
NPK	12.2	11.3	-7.6%	-7.3%	12.2	11.5	-5.7%	2.0%	12.2	11.5	-5.7%	0.0%
Phân bón nhập khẩu	9.6	10.1	4.7%	-28.7%	9.6	10.1	4.7%	0.0%	9.6	10.1	4.7%	0.0%

Nguồn: HSC

Tiềm năng tăng giá 11% so với giá mục tiêu 41.600đ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 2,5% giá mục tiêu đối với DPM lên 41.600đ; tiềm năng tăng giá 11% từ thị giá hiện tại. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. DCM đang giao dịch với P/E dự phóng cao hơn bình quân quá khứ, Công ty có tiền mặt thuần mạnh khoảng 9.141 tỷ đồng, và dòng tiền từ HĐKD khoảng 1.200 tỷ đồng/năm (theo ước tính của HSC). Hơn nữa, DCM có triển vọng lợi nhuận tích cực hơn trước đây nhờ mở rộng công suất sản xuất. Dựa trên những cơ sở này, chúng tôi cho rằng DCM xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Việc điều chỉnh tăng giá mục tiêu phản ánh những thay đổi sau trong dự báo và giả định định giá:

- Điều chỉnh tăng bình quân 5,9% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026.
- Giả định WACC không thay đổi ở mức 13,6 lần, dựa trên hệ số beta 1,19 lần (không đổi). HSC giữ nguyên lãi suất phi rủi ro chung 4% cũng như phần bù rủi ro vốn CSH chung 8,5%.
- Trong mô hình DCF, chúng tôi tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

Bảng 27: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DCM

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	873	1,193	1,128	930	788
Thu nhập thuần trừ nợ vay	814	1,113	1,053	868	735
Cộng: Khấu hao	482	555	570	577	594
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(836)	(261)	(253)	(273)	(274)
Trừ: Tăng vốn lưu động	219	71	(418)	123	468
UFCF	678	1,478	952	1,295	1,522

Nguồn: HSC

Bảng 28: Tính toán WACC, DCM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (lần)	1.19
Chi phí vốn CSH	14.1%
Lãi suất bình quân	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.5%
Chi phí nợ sau thuế	4.0%
Tỷ trọng nợ	95.0%
WACC	13.6%

Nguồn: HSC

Bảng 29: Định giá DCF, DCM

ĐỒNG	Giá trị
Giá mục tiêu cuối năm 2024	40,000
Giá mục tiêu cuối năm 2025	43,100
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng	41,600
P/E 2024 của DCM tại giá mục tiêu	16.8
P/E 2025 của DCM tại giá mục tiêu	15.4

Nguồn: HSC

Bảng 30: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn & lãi suất phi rủi ro (đồng), DCM

	Lãi suất phi rủi ro	Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	3.0%	41,500	41,900	42,300	42,700	43,800
	3.5%	41,200	41,600	41,900	42,300	43,300
	4.0%	41,000	41,300	41,600	42,000	42,900
	4.5%	40,700	41,000	41,300	41,700	42,500
	5.0%	40,500	40,700	41,000	41,400	42,100

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 12 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9 lần.

Bảng 31: P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM

Dựa trên ước tính của chúng tôi, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 32: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DCM

...cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 9 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	15,925	12,571	12,832	12,866	13,441
Lợi nhuận gộp	5,703	2,032	2,263	2,590	2,594
Chi phí BH&QL	(1,351)	(1,349)	(1,391)	(1,398)	(1,466)
Thu nhập khác	3.17	22.5	184	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,356	705	1,056	1,193	1,128
Lãi vay thuần	241	550	417	418	437
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	4,596	1,255	1,473	1,611	1,565
Chi phí thuế TNDN	(275)	(145)	(155)	(169)	(164)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5.13)	(1.25)	(7.91)	(8.65)	(8.41)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,316	1,109	1,311	1,433	1,393
Lợi nhuận thuần ĐC	4,316	1,109	1,311	1,433	1,393
EBITDA ĐC	5,754	1,788	1,538	1,748	1,698
EPS (đồng)	8,153	2,095	2,476	2,707	2,631
EPS ĐC (đồng)	8,153	2,095	2,476	2,707	2,631
DPS (đồng)	3,000	2,000	2,000	1,500	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	529	529	529	529	529
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	529	529	529	529	529
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	529	529	529	529	529

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,126	2,284	2,703	3,022	3,264
Đầu tư ngắn hạn	6,812	8,242	7,418	7,789	8,178
Phải thu khách hàng	188	366	322	321	328
Hàng tồn kho	2,283	2,161	2,146	1,989	2,648
Các tài sản ngắn hạn khác	216	452	204	198	209
Tổng tài sản ngắn hạn	11,624	13,504	12,792	13,319	14,627
TSCĐ hữu hình	2,193	1,338	1,695	1,404	1,090
TSCĐ vô hình	47.2	350	348	345	341
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	303	45.1	35.1	34.1	36.0
Tổng tài sản dài hạn	2,543	1,733	2,078	1,783	1,467
Tổng cộng tài sản	14,167	15,238	14,870	15,101	16,094
Nợ ngắn hạn	2.56	846	848	848	848
Phả trả người bán	1,028	1,989	1,672	1,626	1,716
Nợ ngắn hạn khác	1,665	1,585	1,239	1,019	1,099
Tổng nợ ngắn hạn	2,874	4,517	3,980	3,864	4,059
Nợ dài hạn	1.05	2.96	180	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	686	754	617	640	707
Tổng nợ dài hạn	687	757	797	640	707
Tổng nợ phải trả	3,561	5,275	4,777	4,505	4,765
Vốn chủ sở hữu	10,576	9,936	10,057	10,553	11,276
Lợi ích cổ đông thiểu số	29.1	27.6	35.5	44.2	52.6
Tổng vốn chủ sở hữu	10,605	9,963	10,092	10,597	11,329
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,167	15,238	14,870	15,101	16,094
BVPS (đ)	19,978	18,768	18,996	19,933	21,301
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(2,122)	(1,436)	(1,674)	(2,173)	(2,415)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	4,356	705	1,056	1,193	1,128
Khấu hao	(1,398)	(1,083)	(482)	(555)	(570)
Lãi vay thuần	241	550	417	418	437
Thuế TNDN đã nộp	(275)	(145)	(155)	(169)	(164)
Thay đổi vốn lưu động	(688)	963	219	70.9	(418)
Khác	700	(844)	(499)	(465)	(502)
LCT thuần từ HĐKD	5,732	2,313	1,521	1,603	1,051
Đầu tư TS dài hạn	(147)	(544)	(836)	(261)	(253)
Góp vốn & đầu tư	(12,260)	(13,920)	824	(371)	(389)
Thanh lý	3.14	0	0	0	0
Khác	10,019	12,995	477	478	500
LCT thuần từ HĐĐT	(2,385)	(1,469)	465	(153)	(142)
Cổ tức trả cho CSH	(948)	(1,590)	(1,059)	(794)	(529)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(683)	836	(508)	(336)	(137)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,631)	(754)	(1,567)	(1,130)	(667)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	428	2,126	2,284	2,703	3,022
LCT thuần trong kỳ	1,716	89.8	418	319	242
Ảnh hưởng của tỷ giá	(17.8)	69.0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,126	2,284	2,703	3,022	3,264
Dòng tiền tự do	5,585	1,769	684	1,342	799

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	35.8	16.2	17.6	20.1	19.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	36.1	14.2	12.0	13.6	12.6
Tỷ suất LNT (%)	27.1	8.82	10.2	11.1	10.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	5.99	11.5	10.5	10.5	10.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	61.3	(21.1)	2.08	0.26	4.47
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	78.7	(68.9)	(14.0)	13.6	(2.82)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	137	(74.3)	18.2	9.35	(2.84)
Tăng trưởng EPS (%)	137	(74.3)	18.2	9.35	(2.84)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	137	(74.3)	18.2	9.35	(2.84)
Tăng trưởng DPS (%)	275	(33.3)	0	(25.0)	(33.3)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	36.8	95.5	80.8	55.4	38.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	47.9	10.8	13.1	13.9	12.8
ROACE (%)	45.4	6.41	9.77	10.8	9.70
Vòng quay tài sản (lần)	1.26	0.85	0.85	0.86	0.86
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.32	3.28	1.44	1.34	0.93
Số ngày tồn kho	81.5	74.8	74.1	70.7	89.1
Số ngày phải thu	6.72	12.7	11.1	11.4	11.0
Số ngày phải trả	36.7	68.9	57.8	57.8	57.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(19.1)	(14.2)	(15.1)	(17.7)	(18.6)
Nợ/tài sản (%)	0.78	5.72	7.99	7.66	7.28
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.02	0.49	0.77	0.66	0.69
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.04	2.99	3.21	3.45	3.60
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.68	0.81	0.84	0.77	0.69
EV/EBITDA ĐC (lần)	1.89	5.67	6.98	5.65	5.45
P/E (lần)	4.59	17.9	15.1	13.8	14.2
P/E ĐC (lần)	4.59	17.9	15.1	13.8	14.2
P/B (lần)	1.87	1.99	1.97	1.88	1.76
Lợi suất cổ tức (%)	8.02	5.35	5.35	4.01	2.67

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn