

Chi phí đầu vào giảm củng cố triển vọng 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

- Việc EIA gần đây điều chỉnh dự báo giá dầu Brent xuống 76 USD/thùng cho năm 2025, cùng với đánh giá chung của thị trường về triển vọng giá dầu giảm, cho thấy khả năng giảm chi phí nguyên liệu đầu vào cho các nhà sản xuất urê.
- Chi phí nguyên liệu đầu vào giảm, cùng với nguồn cung urê toàn cầu trở lại bình thường, được kỳ vọng sẽ làm giá urê ổn định hoặc giảm nhẹ. Chính sách thuế GTGT mới cho phép các nhà sản xuất trong nước cắt giảm chi phí sản xuất, cũng tạo điều kiện để điều chỉnh giá.
- HSC tăng 4,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 cho DCM và giữ nguyên dự báo cho DPM. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng giá mục tiêu lên 43.900đ đối với DCM (tiềm năng tăng giá 19%) và 41.200đ đối với DPM (tiềm năng tăng giá 17%).

Chi phí khí đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất urê từ khí đốt có thể giảm

Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) đã điều chỉnh dự báo giá dầu Brent cho năm 2025 xuống 76 USD/thùng, giảm 11,7% so với cập nhật trước đó. Sự điều chỉnh này, cùng với nhận định chung của thị trường về triển vọng giá dầu giảm, cho thấy khả năng giảm chi phí nguyên liệu đầu vào đối với các doanh nghiệp sản xuất urê từ khí đốt. DCM và DPM, hai đơn vị có chi phí khí đầu vào chiếm 60-70% chi phí sản xuất, sẽ được hưởng lợi đáng kể. Dự báo chi phí khí đầu vào sau điều chỉnh là 9,6 USD/MMBtu đối với DCM và 8,4 USD/MMBtu đối với DPM, tương đương mức giảm lần lượt là 6,2% và 10,1%.

Tác động của luật thuế GTGT mới đến các doanh nghiệp sản xuất phân bón

Luật Thuế GTGT sửa đổi, được thông qua ngày 26/11/2024 và có hiệu lực từ ngày 1/7/2025, quy định áp dụng thuế suất thuế GTGT 5% đối với sản phẩm phân bón, cho phép các nhà sản xuất phân bón trong nước được khấu trừ thuế GTGT đầu vào cho nguyên liệu sản xuất, giúp giảm chi phí sản xuất và tăng khả năng cạnh tranh về giá so với phân bón nhập khẩu. Cho năm 2025, HSC ước tính DCM và DPM có thể giảm lần lượt 210 tỷ đồng và 250 tỷ đồng chi phí sản xuất (tương đương giảm 2,2% và 2,3% chi phí sản xuất).

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Giá urê trên toàn cầu đang có xu hướng ổn định hoặc giảm nhẹ do chi phí nguyên liệu đầu vào giảm và nguồn cung trở lại mức bình thường sau những gián đoạn về địa chính trị và kinh tế. Giá urê trong nước dự kiến cũng sẽ theo xu hướng này. Thêm vào đó, các nhà sản xuất phân bón trong nước được hưởng lợi từ việc được hoàn thuế GTGT đầu vào, giúp giảm chi phí sản xuất và tạo áp lực giảm giá. Do đó, giá bán bình quân urê của DCM và DPM đã được điều chỉnh giảm nhẹ lần lượt 3,8% và 3,5%, tương ứng với mức giảm 3% trong năm 2025 và giảm thêm 2% trong năm 2026. Dự báo lợi nhuận thuần đã tăng 4,4% đối với DCM trong khi vẫn giữ nguyên đối với DPM, ước tính lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR trong 3 năm tới là 10,1% đối với DCM và 24,6% đối với DPM.

Khuyến nghị

DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, hơi cao hơn so với bình quân quá khứ ở mức 12,8 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với triển vọng tăng trưởng vượt trội, định giá hấp dẫn so với diễn biến quá khứ và tiềm năng tăng giá mạnh mẽ hướng đến giá mục tiêu 41.200đ.

Trong khi đó, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn 1,0 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,5 lần. Việc định giá lại cổ phiếu DCM ở mặt bằng cao hơn phản ánh triển vọng lợi nhuận thuần lợi, được hỗ trợ bởi chi phí khấu hao nhà máy urê giảm, công suất sản xuất NPK tăng và khả năng khấu trừ thuế GTGT đầu vào. DCM xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2025-2026. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 43.900đ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/12.

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	36,950	Tăng tỷ trọng	-	43,900	-	18.8	14.1	13.3	6.29	5.25	5.41	4.06
DPM	35,200	Tăng tỷ trọng	-	41,200	0.98	17.0	16.9	14.2	7.19	5.90	5.68	5.68

Giá cổ phiếu tại ngày 28/11/2024.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Giá dầu giảm + Hoàn thuế GTGT đầu vào = Chi phí đầu vào thấp hơn 3

Chi phí khí đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất urea từ khí đốt có khả năng giảm 3

Điều chỉnh dự báo năm 2025-2026 4

Định giá và khuyến nghị 5

Báo cáo thành phần

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) 7

Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) 13

Giá dầu giảm + Hoàn thuế GTGT đầu vào = Chi phí đầu vào thấp hơn

DCM và DPM, các doanh nghiệp sản xuất urê từ khí đốt hàng đầu của Việt Nam, được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ việc giá khí đầu vào giảm, khi giá dầu Brent dự báo giảm xuống 76 USD/thùng vào năm 2025. Giá khí giảm kết hợp với luật thuế GTGT mới, cho phép các nhà sản xuất phân bón được khấu trừ thuế GTGT đầu vào từ ngày 1/7/2025, nhờ đó tiết kiệm chi phí đáng kể cho DCM và DPM từ năm 2025 trở đi. Trong khi đó, giá urê trong nước dự kiến sẽ giảm 3% mỗi năm trong năm 2025-2026 do chi phí nguyên liệu đầu vào toàn cầu giảm và nguồn cung ổn định. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR trong 3 năm tới đạt 10,1% đối với DCM và 24,6% đối với DPM.

Chi phí khí đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất urê từ khí đốt có khả năng giảm

EIA gần đây đã hạ dự báo giá dầu Brent cho năm 2025 xuống 76 USD/thùng, giảm so với mức 85,8 USD/thùng trong dự báo hồi tháng 8. Điều này phù hợp với xu hướng chung, khi một số công ty nghiên cứu cũng đã hạ dự báo giá dầu toàn cầu cho năm 2025, do đánh giá về các chính sách dưới nhiệm kỳ Tổng thống Trump gây bất lợi cho thị trường dầu mỏ.

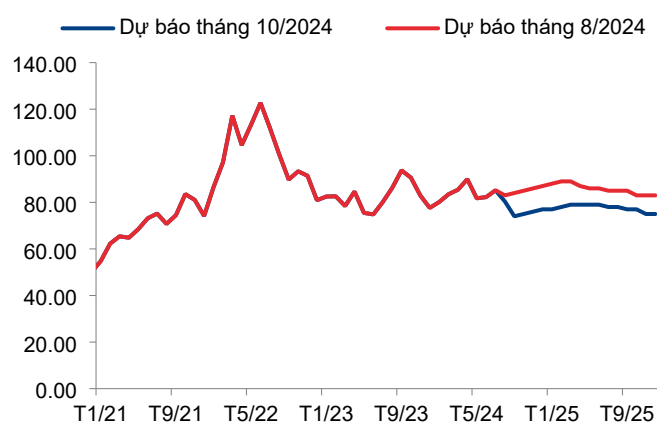
Do mối tương quan chặt chẽ (trên 95%) giữa giá dầu Brent và giá dầu nhiên liệu, giá dầu nhiên liệu cũng có khả năng sẽ giảm. Điều này có thể có tác động đáng kể đến các ngành công nghiệp phụ thuộc vào dầu nhiên liệu và đến thị trường năng lượng nói chung.

Hai nhà sản xuất urê từ khí đốt niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, DCM và DPM, sẽ hưởng lợi từ giá dầu giảm vì chi phí khí đầu vào của họ (chiếm hơn 60-70% chi phí sản xuất) tương quan với giá dầu Brent và giá dầu nhiên liệu.

Tương ứng với dự báo giá dầu Brent được điều chỉnh của EIA, HSC đã điều chỉnh dự báo chi phí khí đầu vào cho DPM và DCM, giảm lần lượt 6,2% xuống 9,6 USD/MMBtu và 10,1% xuống 8,4 USD/MMBtu.

Biểu đồ 1: Dự báo giá dầu Brent, EIA

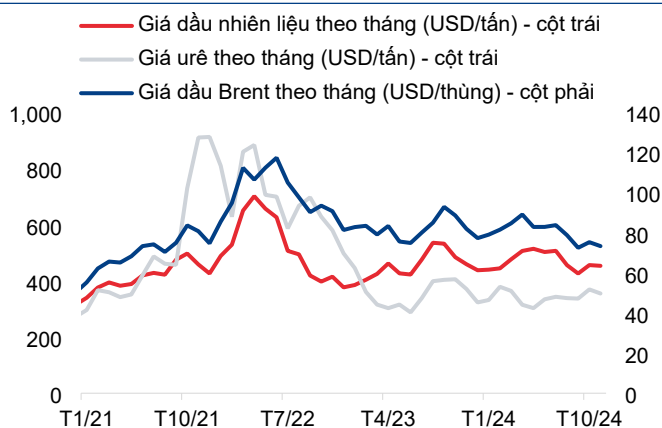
EIA đã giảm 11,4% dự báo giá dầu Brent trong tháng 11/2024



Nguồn: Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ

Biểu đồ 2: Diễn biến giá dầu Brent, dầu nhiên liệu & urê

Giá urê tương quan chặt chẽ với giá dầu Brent & dầu nhiên liệu



Nguồn: Bloomberg

Giảm chi phí đáng kể từ năm 2025 trở đi nhờ luật thuế GTGT mới

Dựa trên dự báo của HSC, với chi phí khí đầu vào dự kiến cho năm 2025 – yếu tố đầu vào chính cho cả hai công ty – là 9,4 MMBtu cho DCM và 10,2 MMBtu cho DPM, thuế GTGT đầu vào ước tính ở mức 280 tỷ đồng cho DPM và 250 tỷ đồng cho DCM trong năm 2025 khi luật có hiệu lực từ ngày 1/7/2025. Nếu được hoàn thuế, khoản tiết kiệm chi phí ước tính sẽ tương đương 2,5% và 2,6% chi phí sản xuất của DCM và DPM trong năm.

Cho năm 2026, tác động cả năm của luật thuế GTGT mới dự kiến sẽ giúp tiết kiệm khoảng 500-550 tỷ đồng cho DCM và DPM, tương đương lần lượt 5,5% và 5,6% chi phí sản xuất trong năm. HSC đã phản ánh tác động của việc hoàn thuế GTGT vào mô hình dự báo lợi nhuận của mình.

Giá bán bình quân nhiều khả năng giảm

Xu hướng giá urê chủ yếu bị ảnh hưởng bởi một số yếu tố chính như chi phí nguyên liệu đầu vào (than đá và khí tự nhiên, vốn gắn liền với giá dầu) và sự biến động cung-cầu trên thị trường toàn cầu. Các nhà phân tích thị trường dự báo giá urê toàn cầu sẽ ổn định ở mức vừa phải hoặc giảm nhẹ so với những mức cao trong những năm gần đây. Điều này phản ánh việc sản xuất đã trở lại bình thường và áp lực giảm giá do chi phí nguyên liệu đầu vào giảm.

Giá urê trong nước của Việt Nam bám sát xu hướng toàn cầu do độ mở cửa của thị trường phân bón. Đồng thời, các nhà sản xuất phân bón trong nước từ nay sẽ được hưởng lợi từ việc hoàn thuế GTGT đầu vào, giúp giảm đáng kể chi phí sản xuất. Các yếu tố này kết hợp lại tạo áp lực giảm giá đối với giá urê trong nước.

Dựa trên những diễn biến này, HSC đã điều chỉnh giảm nhẹ lần lượt 3,8% và 3,5% giá bán bình quân urê cho DCM và DPM, phản ánh mức giảm dự kiến 3% trong năm 2025 và giảm thêm 2% trong năm 2026.

Điều chỉnh dự báo năm 2025-2026

Sau khi đánh giá KQKD 9 tháng đầu năm 2024, HSC tăng nhẹ 5,9% dự báo lợi nhuận năm 2024 của DCM đồng thời giảm 2,6% đối với DPM. Theo đó, KQKD Q4/2024 dự báo khá khác biệt, DCM dự kiến ghi nhận mức giảm 28,2% so với cùng kỳ xuống 354 tỷ đồng, chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm và tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng phân bón nhập khẩu giảm. Trong khi đó, lợi nhuận thuần Q4/2024 của DPM có khả năng tăng đáng kể, nhờ sản lượng tiêu thụ urê tăng và KQKD mảng NPK vẫn vững chắc.

Cho năm 2025-2026, HSC tăng nhẹ 4,4% dự báo lợi nhuận thuần cho DCM trong khi gần như giữ nguyên dự báo cho DPM sau khi cập nhật các giả định về giá dầu và giá bán bình quân.

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 10,1% và 24,6%. 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 3: Điều chỉnh dự báo Q4/2024 & cả năm 2024 (tỷ đồng), các công ty ngành Phân bón HSC khuyến nghị

HSC dự báo lợi nhuận Q4 của DCM sẽ giảm 28% so với cùng kỳ do sản lượng tiêu thụ & tỷ suất lợi nhuận gộp mảng phân bón nhập khẩu giảm. Trong khi đó, dựa trên kết quả thực hiện trong 9 tháng đầu năm 2024, lợi nhuận Q4 của DPM được kỳ vọng sẽ tăng đáng kể nhờ sản lượng tiêu thụ urê tăng & mảng NPK tích cực

Tỷ đồng	Q4/2023	Q4/2024F	% so với cùng kỳ	2023	2024	Tăng trưởng
DCM						
Doanh thu	3,566	3,263	-8.5%	12,571	12,505	-0.5%
Lợi nhuận thuần	493	354	-28.2%	1,109	1,389	25.3%
DPM						
Doanh thu	3,382	2,787	-17.6%	13,569	13,120	-3.3%
Lợi nhuận thuần	108	257	138.7%	519	815	56.8%
Tổng						
Doanh thu	6,947	6,051	-12.9%	26,140	25,625	-2.0%
Lợi nhuận thuần	601	611	1.7%	1,628	2,204	35.3%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Điều chỉnh giả định chi phí khí đầu vào, DCM và DPM

HSC điều chỉnh giảm bình quân lần lượt 7,1% & 3,7% giả định tổng chi phí khí của DCM & DPM trong năm 2025-2026 dựa trên dự báo về giá dầu Brent EIA đã cập nhật & tác động của luật Thuế GTGT có hiệu lực từ ngày 1/7/2025 (so với dự báo trước đó là từ ngày 1/1/2025)

	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)	82.2	84.2	80.4	-4.5%	2.4%	86.0	76	-11.5%	-5.4%	86.0	76	-11.5%
MFO (USD/tấn)	452.3	495.6	471.4	-4.9%	9.6%	505.0	446	-11.7%	-5.4%	505.0	446	-11.7%
DCM												
Khí tự nhiên (USD/MMBtu)	7.8	8.2	7.8	-4.6%	-0.1%	8.3	7.4	-11.5%	-5.4%	8.3	7.4	-11.5%
Thuế (USD/MMBtu)	1.1	1.1	1.09	0.0%	0.0%	1.1	1.1	0.0%	0.0%	1.1	1.09	0.0%
Chi phí khí (USD/MMBtu)	8.9	9.2	8.9	-4.0%	-0.1%	9.4	8.4	-10.1%	-4.7%	9.4	8.4	-10.1%
Thuế GTGT 10% (USD/MMBtu)	0.9	0.9	0.9	-4.0%	-0.1%	0.0	0.6	N/m	-36.0%	0.0	0.0	N/m
Tổng chi phí (USD/MMBtu)	9.8	10.2	9.8	-4.0%	-0.1%	9.4	9.0	-4.1%	-7.6%	9.4	8.4	-10.1%
DPM												
Khí tự nhiên (USD/MMBtu)	5.1	5.6	5.34	-5.0%	9.8%	5.7	5.1	-11.7%	-5.4%	5.7	5.05	-11.7%
Thuế (USD/MMBtu)	4.5	4.5	4.53	0.7%	0.7%	4.5	4.5	0.7%	0.0%	4.5	4.53	0.7%
Chi phí khí (USD/MMBtu)	9.6	10.1	9.9	-2.5%	2.9%	10.2	9.6	-6.2%	-2.9%	10.2	9.6	-6.1%
Thuế GTGT 10% (USD/MMBtu)	1.0	1.0	1.0	-1.3%	2.9%	0.0	0.5	N/m	-48.6%	0.0	0.0	N/m
Tổng chi phí (USD/MMBtu)	10.5	11.1	10.9	-2.4%	2.9%	10.2	10.09	-1.3%	-7.1%	10.2	9.6	-6.1%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Dự báo cũ & mới cho giai đoạn 2024-2026, DCM và DPM

HSC giữ nguyên phần lớn dự báo lợi nhuận thuần năm 2024. Tuy nhiên, cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm 4,4% dự báo lợi nhuận thuần của DCM & giữ nguyên giả định lợi nhuận thuần của DPM, chủ yếu do tác động khi hạ giả định chi phí khí, điều cũng giúp bù đắp cho việc giảm giả định giá bán ure.

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	1,311	1,389	5.9%	25.2%	1,433	1,469	2.5%	5.8%	1,393	1,481	6.3%	0.8%	10.1%
DPM	836	815	-2.6%	57.0%	1,019	969	-4.9%	19.0%	959	1,005	4.8%	3.7%	24.6%
Tổng	2,147	2,204	2.6%	35.4%	2,452	2,439	-0.6%	10.7%	2,352	2,487	5.7%	2.0%	

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

Trong Bảng 6-7, HSC tóm tắt giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF cho hai doanh nghiệp sản xuất ure, phản ánh dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025-2026, giả định WACC cập nhật và những thay đổi khi chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025.

Bảng 6: Lý giải cho những thay đổi về giá mục tiêu, các công ty ngành Phân bón HSC khuyến nghị

Những điều chỉnh về định giá & việc chúng tôi tăng nhẹ dự báo lợi nhuận tác động tích cực đến giá mục tiêu

	Giá mục tiêu			Khuyến nghị			Do điều chỉnh:		
	Mới	Cũ	Điều chỉnh	Mới	Cũ	WACC cập nhật	Chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2025	Điều chỉnh dự báo lợi nhuận	
DCM	43,900	41,600	5.5%	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	2.5%	1.8%	1.2%	
DPM	41,200	40,800	1.0%	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	1.2%	1.0%	-1.2%	

Nguồn: HSC

Bảng 7: Tính toán WACC, cũ và mới, các công ty ngành Phân bón HSC khuyến nghị

HSC sử dụng giả định phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn là 7,5% (so với mức 8,5% trước đó)

	Cũ			Mới		
	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC
DCM	14.1%	4.0%	13.6%	13.0%	4.0%	12.5%
DPM	14.4%	3.8%	13.9%	13.0%	3.5%	12.5%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Diễn biến giá cổ phiếu & P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Phân bón HSC khuyến nghị

Mã CK	Giá (đồng)	Biến động giá tuyệt đối của cp			Diễn biến giá cp tương quan với chỉ số			P/E trượt dự phóng 1 năm	Bình quân quá khứ (từ T1/21)	Độ lệch chuẩn so với bình quân
		1 tháng	3 tháng	12 tháng	1 tháng	3 tháng	12 tháng			
DCM	36,950	-1.2%	-0.27%	24.8%	0.87%	1.45%	4.41%	13.4	9.5	1.0
DPM	35,200	2.92%	1.44%	15%	5.08%	3.19%	-3.78%	14.4	12.8	0.2

Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua nhưng chỉ tăng 15% trong 1 năm qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, chỉ cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,8 lần.

Trong khi đó, sau khi giá cổ phiếu tăng 25% trong 1 năm qua và diễn biến tích cực hơn DPM, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn 1,0 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 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 urê hết khấu hao, công suất sản xuất NPK mở rộng, cũng như khả năng khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Chúng tôi cho rằng các điều kiện thuận lợi của thị trường cũng giúp cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

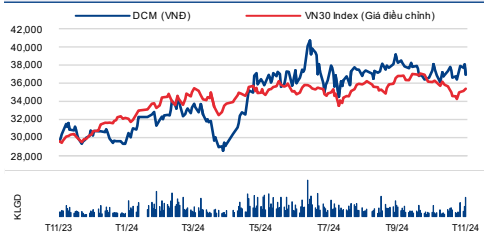
Mặc dù tiềm năng tăng giá của DCM và DPM tại giá mục tiêu mới khá tương tự nhau lần lượt là 19% và 17%, HSC hiện ưa thích DPM do định giá của Công ty này tương đối thấp hơn so với mức bình quân quá khứ.

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)
 Giá mục tiêu: VNĐ43,900 (từ VNĐ41,600)
 Tiềm năng tăng/giảm: 18.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2024)	36,950
Mã Bloomberg	DCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	28,565-40,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	37,413
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	19,561
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	771
Slg CP lưu hành (tr.đv)	529
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Slg CP NN được mua (tr.đv)	222
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.02%
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	(1.20)	(0.27)	24.8
So với chỉ số	0.83	1.42	4.37
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,624	3,310	(20.7)
2025F	2,776	3,415	(18.7)
2026F	2,798	3,437	(18.6)

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

Triển vọng tích cực giúp cổ phiếu có khả năng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn

- HSC tăng nhẹ 5,3% giá mục tiêu của DCM lên 43.900đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và áp dụng các giả định định giá mới.
- Chúng tôi tăng bình quân 4,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 sau khi phân tích xu hướng giá dầu và giá urê trong năm 2025. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,1%.
- DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn 1,0 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 19%.

Sự kiện: Phân tích các xu hướng liên quan đến giá bán và chi phí đầu vào

Giá khí đầu vào đối với DCM dự kiến sẽ giảm khoảng 10% trong năm 2025-2026 theo sau dự báo giá dầu Brent giảm. Ngoài ra, giá urê trên toàn cầu đang có xu hướng ổn định hơn hoặc giảm nhẹ so với năm trước và việc sửa đổi luật thuế GTGT gần đây sẽ giúp các nhà sản xuất phân bón giảm chi phí đáng kể, nâng cao khả năng cạnh tranh về giá và có thể dẫn đến việc giảm giá bán, với giá urê của DCM dự kiến giảm 3% trong năm 2025 và giảm tiếp 2% trong năm 2026.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026

Dựa trên KQKD 9 tháng đầu năm 2024, HSC duy trì dự báo doanh thu năm 2024 ở mức 12.505 tỷ đồng (giảm 0,5%) đồng thời tăng 5,9% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.389 tỷ đồng (tăng trưởng 25,2%) sau khi điều chỉnh chi phí đầu vào, sản lượng tiêu thụ các sản phẩm chủ lực và giá bán bình quân. Theo dự báo mới cho năm 2024, doanh thu thuần Q4/2024 đạt 3.263 tỷ đồng (giảm 8,5% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 354 tỷ đồng (giảm 28,2% so với cùng kỳ), giảm từ mức nền cao trong Q4/2023.

Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 4,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 nhờ giá khí đầu vào giảm bù đắp cho sự sụt giảm trong giá bán. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 1.469 tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%) và năm 2026 đạt 1.481 tỷ đồng (tăng trưởng 0,8%), và tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,1% (so với mức nền của năm 2023). Dự báo của HSC thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường, có khả năng do dự báo của mảng NPK thấp hơn.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 25% trong 1 năm qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn 1,0 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần. DCM gần đây đã được định giá lại một cách tích cực nhờ việc tăng gấp đôi công suất sản xuất NPK (sau khi mua lại nhà máy NPK Hàn-Việt) và giảm khấu hao nhà máy urê.

HSC tăng 5,3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 43.900đ sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, giảm giả định WACC và chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 19%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,754	1,788	1,733 ▲	1,883 ▲	1,909 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,316	1,109	1,389 ▲	1,469 ▲	1,481 ▲
EPS ĐC (đồng)	8,153	2,095	2,624 ▲	2,776 ▲	2,798 ▲
DPS (đồng)	3,000	2,000	2,000	1,500	1,000
BVPS (đồng)	19,978	18,768	19,129	20,127	21,646
EV/EBITDA ĐC (lần)	1.85	5.54	6.29	5.25	4.56
P/E ĐC (lần)	4.53	17.6	14.1	13.3	13.2
Lợi suất cổ tức (%)	8.12	5.41	5.41	4.06	2.71
P/B (lần)	1.85	1.97	1.93	1.84	1.71
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	137	(74.3)	25.3	5.80	0.81
ROAE (%)	47.9	10.8	13.8	14.1	13.4

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 điều chỉnh tăng bình quân 4,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 để phản ánh tác động của việc giá dầu giảm và giá bán giảm. Theo đó, HSC tăng 5,3% giá mục tiêu lên 43.900đ. DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn 1,0 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 19%.

Phân tích KQKD Q3/2024: Lợi nhuận tăng mạnh nhờ hợp nhất với KQKD của KVF

DCM báo cáo KQKD 9 tháng đầu năm 2024 tích cực với lợi nhuận thuần tăng 75% so với cùng kỳ đạt 1.035 tỷ đồng, nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp mảng urê tăng trong khi chi phí khấu hao tại nhà máy sản xuất urê giảm, và khoản lợi nhuận không thường xuyên 167 tỷ đồng từ việc định giá lại Công ty Phân bón Hàn-Việt (KVF) mà DCM mua lại trong Q2/2024. Nếu không tính đến khoản lợi nhuận không thường xuyên, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi sẽ đạt 868 tỷ đồng, tăng 147% so với cùng kỳ.

Các kết quả này đạt lần lượt 72% và 79% dự báo trước đây về doanh thu và lợi nhuận thuần cho cả năm 2024 của HSC, sát với dự báo của chúng tôi.

Bảng 9: KQKD 9 tháng đầu năm 2024, DCM

Tỷ suất lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2024 tăng đáng kể lên 18,3% so với 12,4% trong 9 tháng đầu năm 2023, chủ yếu nhờ chi phí khấu hao của nhà máy urê giảm

Tỷ đồng	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	9,036	9,242	2.3%
Giá vốn hàng bán	(7,920)	(7,547)	-4.7%
Lợi nhuận gộp	1,116	1,694	51.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	12.4%	18.3%	
Lợi nhuận tài chính	446	246	-44.8%
Chi phí QL&BH	(894)	(1,020)	14.1%
Chi phí QL&BH / Doanh thu (%)	9.9%	11.0%	
Lợi nhuận thuần khác	21	191	798.5%
LNTT	690	1,112	61.2%
Lợi nhuận thuần sau thuế	594	1,040	75.2%
Lợi nhuận thuần công bố	591	1,035	75.1%
'Lợi nhuận thuần cốt lõi'	591	868	146.9%

Nguồn: DCM

Bảng 10: Cơ cấu doanh thu, DCM

Doanh thu mảng NPK tăng 77% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ thương vụ mua lại công ty KVF trong Q2/2024

	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu (tỷ đồng)			
Urê	6,230	5,522	-11.4%
NPK	1,034	1,832	77.1%
Phân bón nhập khẩu	1,505	1,536	2.0%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)			
Urê	671,110	581,300	-13.4%
NPK	84,440	115,040	36.2%
Phân bón nhập khẩu	131,160	175,000	33.4%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)			
Urê	9.3	9.6	3.0%
NPK	12.2	11.6	-5.1%
Phân bón nhập khẩu	11.5	8.9	-22.7%

Nguồn: DCM

Chiến lược dài hạn: Tập trung hơn nữa vào sản xuất và phân phối phân bón

Trong chiến lược phát triển 5 năm (2021-2025) được công bố vào đầu năm 2024, DCM đặt mục tiêu trở thành một trong những nhà sản xuất và phân phối phân bón hàng đầu tại cả Việt Nam và Đông Nam Á. Các mục tiêu của công ty bao gồm tăng thị phần trong ngành phân bón Việt Nam lên mức 10,73% (tương đương 1,18 triệu tấn các loại phân bón khác nhau), củng cố nhận diện thương hiệu để trở thành thương hiệu được nhớ đến đầu tiên trên thị trường trong nước, và mở rộng hoạt động sang các nước láng giềng và khu vực rộng lớn hơn.

Trong những năm gần đây, DCM đã đầu tư đáng kể vào hệ thống logistic để nâng cao năng lực và hiệu quả của mạng lưới phân phối, đảm bảo việc giao nhận sản phẩm cho khách hàng kịp thời. Ngoài ra, trong một động thái nhằm gia tăng vị thế thống lĩnh thị trường, DCM đã mua lại Công ty Phân bón Hàn-Việt (KVF) trong Q2/2024. KVF là nhà sản xuất NPK với sản lượng hằng năm là 300.000 tấn. Công ty có kế hoạch tiếp tục theo đuổi các thương vụ mua bán và sáp nhập (M&A) với mục tiêu trở thành nhà sản xuất urê và NPK lớn nhất tại Việt Nam.

Nói chung, những diễn biến này cho thấy DCM đang tập trung nỗ lực vào việc mở rộng sản xuất và phân phối phân bón trong tương lai.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC duy trì dự báo doanh thu năm 2024 ở mức 12.505 tỷ đồng (giảm 0,5%) nhưng tăng 5,9% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.389 tỷ đồng (tăng trưởng 25,2%). Dự báo mới này đã tính đến việc điều chỉnh chi phí đầu vào, giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm chủ lực dựa trên KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2024. Chúng tôi đã đưa vào mô hình dự báo khoản lợi nhuận không thường xuyên 167 tỷ đồng từ việc mua lại KVF trong Q2/2024 trong lần báo cáo cập nhật gần nhất vào tháng 9/2024. Dự báo mới cho năm 2024 cho thấy doanh thu thuần Q4/2024 đạt 3.263 tỷ đồng (giảm 8,5% so với cùng kỳ) chủ yếu do giảm giá định sản lượng tiêu thụ, và lợi nhuận thuần đạt 354 tỷ đồng (giảm 28,2% so với cùng kỳ) do so với mức nền cao trong Q4/2023.

Trong khi đó, dựa trên các xu hướng cơ bản trong tương lai, HSC điều chỉnh tăng bình quân 5,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 chủ yếu nhờ chi phí khí đầu vào giảm bù đắp cho việc giảm giá bán. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh trong năm 2025 đạt 1.469 tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%). Nếu không tính đến lợi nhuận không thường xuyên trong năm 2024, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng 20%. Lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo đạt 1.481 tỷ đồng (tăng trưởng 0,8%). Nói chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 10,1% (so với mức nền của năm 2023).

Bảng 11: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới, DCM

HSC điều chỉnh tăng bình quân 5,2% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 dựa trên phân tích của chúng tôi về xu hướng giá dầu & giá phân bón

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	12,832	12,505	-2.5%	-0.5%	12,866	12,299	-4.4%	-1.6%	13,441	12,393	-7.8%	0.8%
Lợi nhuận thuần	1,311	1,389	6.0%	25.2%	1,433	1,469	2.5%	5.8%	1,393	1,481	6.4%	0.8%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Giả định chi phí khí đầu vào cũ và mới, DCM

HSC điều chỉnh giảm 7,1% giả định chi phí khí cho năm 2025-2026 dựa trên dự báo giá dầu mới nhất của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) và tác động của luật Thuế GTGT có hiệu lực từ 1/7/2025 (so với dự báo trước của chúng tôi là tác động cả năm)

	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)	84.2	80.4	-4.5%	2.4%	86.0	76	-11.5%	-5.4%	86.0	76	-11.5%	0.0%
MFO (USD/tấn)	495.6	471.4	-4.9%	9.6%	505.0	446	-11.7%	-5.4%	505.0	446	-11.7%	0.0%
Khí tự nhiên (USD/MMBtu)	8.2	7.8	-4.6%	-0.1%	8.3	7.4	-11.5%	-5.4%	8.3	7.4	-11.5%	0.0%
Thuế (USD/MMBtu)	1.1	1.09	0.0%	0.0%	1.1	1.1	0.0%	0.0%	1.1	1.09	0.0%	0.0%
Chi phí khí (USD/MMBtu)	9.2	8.9	-4.0%	-0.1%	9.4	8.4	-10.1%	-4.7%	9.4	8.4	-10.1%	0.0%
Thuế GTGT 10% (USD/MMBtu)	0.9	0.9	-4.0%	-0.1%	0.0	0.6	N/m	-36.0%	0.0	0.0	N/m	-100%
Tổng chi phí khí (USD/MMBtu)	10.2	9.8	-4.0%	-0.1%	9.4	9.0	-4.1%	-7.6%	9.4	8.4	-10.1%	-6.3%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Dự báo doanh thu cũ và mới, DCM

Chúng tôi điều chỉnh giả định giá bán bình quân & sản lượng tiêu thụ dựa trên số liệu thực tế trong 9 tháng đầu năm 2024 & 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	880	840	-4.5%	-3.0%	860	860	0.0%	2.4%	860	860	0.0%	0.0%
NPK	200	180	-10.0%	30.7%	250	220	-12.0%	22.2%	300	250	-16.7%	13.6%
Phân bón nhập khẩu	165	200	21.2%	9.1%	165	200	21.2%	0.0%	165	200	21.2%	0.0%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)												
Urê	9.5	9.6	1.2%	0.1%	9.7	9.3	-3.8%	-3.0%	9.7	9.1	-5.7%	-2.0%
NPK	11.3	11.8	4.6%	-3.0%	11.5	11.6	0.5%	-2.0%	11.5	11.3	-1.5%	-2.0%
Phân bón nhập khẩu	10.1	9.0	-10.8%	-36.4%	10.1	8.7	-13.5%	-3.0%	10.1	8.5	-15.2%	-2.0%

Nguồn: HSC

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu mới là 43.900đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 5,3% giá mục tiêu lên 43.900đ, tiềm năng tăng giá 19% 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:

- Tăng bình quân 4,4% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026.
- Giảm giả định WACC xuống mức 12,5% từ 13,6% trước đó, sau khi áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn là 7,5% (giảm từ 8,5% trước đó), hệ số beta không đổi là 1,2 lần (theo cập nhật của Bloomberg) và lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn là 4% (không thay đổi).
- Tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025.

HSC tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 14-16. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 17.

Bảng 14: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DCM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	1,329	1,339	1,188	1,080	973
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,175	1,185	1,051	955	861
Cộng: Khấu hao	555	570	577	594	611
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(261)	(253)	(273)	(274)	(176)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	598	(405)	191	(116)	(21)
UFCF	2,067	1,098	1,546	1,159	1,274

Nguồn: HSC

Bảng 15: Tính toán WACC, DCM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	13.0%
Lãi suất bình quân	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.5%
Chi phí nợ	4.0%
Tỷ trọng của vốn CSH	95.0%
WACC	12.5%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Định giá DCF, DCM

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	5,780
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	7,403
Tổng giá trị hiện tại	13,183
Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	10,937
Trừ: Tổng nợ	(848)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(45)
Giá trị của vốn CSH	23,227
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	529
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đ/cp)	43,900

Nguồn: HSC

Bảng 17: 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

	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		3.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	43,700	44,400	45,300	46,200	48,400
	3.5%	43,100	43,800	44,500	45,400	47,400
	4.0%	42,500	43,200	43,900	44,600	46,400
	4.5%	42,000	42,600	43,300	44,000	45,600
	5.0%	41,600	42,100	42,700	43,400	44,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn 1,0 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần.

Biểu đồ 18: P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM

DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi)



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 19: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DCM

... cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 9,5 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	12,505	12,299	12,393
Lợi nhuận gộp	5,703	2,032	2,464	2,714	2,736
Chi phí BH&QL	(1,351)	(1,349)	(1,404)	(1,386)	(1,396)
Thu nhập khác	3.17	22.5	191	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,356	705	1,251	1,329	1,339
Lãi vay thuần	241	550	329	323	326
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	4,596	1,255	1,579	1,652	1,665
Chi phí thuế TNDN	(275)	(145)	(182)	(173)	(175)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5.13)	(1.25)	(8.38)	(8.87)	(8.94)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,316	1,109	1,389	1,469	1,481
Lợi nhuận thuần ĐC	4,316	1,109	1,389	1,469	1,481
EBITDA ĐC	5,754	1,788	1,733	1,883	1,909
EPS (đồng)	8,153	2,095	2,624	2,776	2,798
EPS ĐC (đồng)	8,153	2,095	2,624	2,776	2,798
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	2,310	2,769	3,585
Đầu tư ngắn hạn	6,812	8,242	7,418	7,789	8,178
Phải thu khách hàng	188	366	317	313	314
Hàng tồn kho	2,283	2,161	2,469	2,155	2,176
Các tài sản ngắn hạn khác	216	452	194	185	186
Tổng tài sản ngắn hạn	11,624	13,504	12,708	13,212	14,440
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	33.4	31.8	32.1
Tổng tài sản dài hạn	2,543	1,733	2,076	1,780	1,463
Tổng cộng tài sản	14,167	15,238	14,784	14,992	15,903
Nợ ngắn hạn	2.56	846	848	848	848
Phả trả người bán	1,028	1,989	1,589	1,517	1,528
Nợ ngắn hạn khác	1,665	1,585	1,182	955	987
Tổng nợ ngắn hạn	2,874	4,517	3,840	3,679	3,738
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	601	612	653
Tổng nợ dài hạn	687	757	781	612	653
Tổng nợ phải trả	3,561	5,275	4,621	4,292	4,390
Vốn chủ sở hữu	10,576	9,936	10,127	10,655	11,459
Lợi ích cổ đông thiểu số	29.1	27.6	36.0	44.8	53.8
Tổng vốn chủ sở hữu	10,605	9,963	10,163	10,700	11,513
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,167	15,238	14,784	14,992	15,903
BVPS (đ)	19,978	18,768	19,129	20,127	21,646
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(2,122)	(1,436)	(1,282)	(1,921)	(2,736)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	4,356	705	1,251	1,329	1,339
Khấu hao	(1,398)	(1,083)	(482)	(555)	(570)
Lãi vay thuần	241	550	329	323	326
Thuế TNDN đã nộp	(275)	(145)	(182)	(173)	(175)
Thay đổi vốn lưu động	(688)	963	(245)	178	75.2
Khác	700	(844)	(400)	(370)	(402)
LCT thuần từ HĐKD	5,732	2,313	1,234	1,842	1,733
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	387	381	383
LCT thuần từ HĐĐT	(2,385)	(1,469)	375	(251)	(259)
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	(524)	(337)	(129)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,631)	(754)	(1,583)	(1,132)	(659)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	428	2,126	2,284	2,310	2,769
LCT thuần trong kỳ	1,716	89.8	25.7	459	816
Ảnh hưởng của tỷ giá	(17.8)	69.0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,126	2,284	2,310	2,769	3,585
Dòng tiền tự do	5,585	1,769	397	1,581	1,480

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	19.7	22.1	22.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	36.1	14.2	13.9	15.3	15.4
Tỷ suất LNT (%)	27.1	8.82	11.1	11.9	12.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	5.99	11.5	11.5	10.5	10.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	61.3	(21.1)	(0.52)	(1.65)	0.76
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	78.7	(68.9)	(3.11)	8.69	1.38
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	137	(74.3)	25.3	5.80	0.81
Tăng trưởng EPS (%)	137	(74.3)	25.3	5.80	0.81
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	137	(74.3)	25.3	5.80	0.81
Tăng trưởng DPS (%)	275	(33.3)	0	(25.0)	(33.3)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	36.8	95.5	76.2	54.0	35.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	47.9	10.8	13.8	14.1	13.4
ROACE (%)	45.4	6.41	11.5	11.9	11.4
Vòng quay tài sản (lần)	1.26	0.85	0.83	0.83	0.80
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.32	3.28	0.99	1.39	1.29
Số ngày tồn kho	81.5	74.8	89.8	82.1	82.3
Số ngày phải thu	6.72	12.7	11.5	11.9	11.9
Số ngày phải trả	36.7	68.9	57.8	57.8	57.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(19.1)	(14.2)	(11.1)	(15.3)	(21.3)
Nợ/tài sản (%)	0.78	5.72	8.01	7.63	7.20
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.02	0.49	0.68	0.61	0.60
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.04	2.99	3.31	3.59	3.86
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.67	0.79	0.87	0.80	0.70
EV/EBITDA ĐC (lần)	1.85	5.54	6.29	5.25	4.56
P/E (lần)	4.53	17.6	14.1	13.3	13.2
P/E ĐC (lần)	4.53	17.6	14.1	13.3	13.2
P/B (lần)	1.85	1.97	1.93	1.84	1.71
Lợi suất cổ tức (%)	8.12	5.41	5.41	4.06	2.71

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

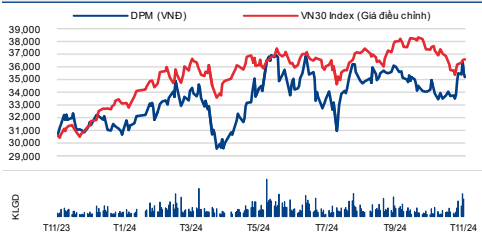
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ41,200 (từ VNĐ40,800)
 Tiềm năng tăng/giảm: 17.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2024)	35,200
Mã Bloomberg	DPM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	29,565-36,956
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,613
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,775
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	543
Slg CP lưu hành (tr.đv)	391
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	200
Slg CP NN được mua (tr.đv)	160
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	10.00%
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	2.92	1.44	15.0
So với chỉ số	5.04	3.16	(3.82)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,082	1,840	13.1
2025F	2,477	2,193	12.9
2026F	2,569	2,785	(7.7)

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

Định hướng vào mảng hóa chất; khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 1% giá mục tiêu lên 41.200đ sau khi điều chỉnh nhẹ dự báo cho giai đoạn 2024-2026 và áp dụng các giả định định giá mới.
- Chúng tôi giảm 4,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 trong khi tăng 4,8% dự báo cho năm 2026, sau khi phân tích xu hướng giá dầu và giá urê trong năm 2025. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 24,6%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 14% trong 1 năm qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, chỉ cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,8 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 17%.

Sự kiện: Phân tích các xu hướng liên quan đến chi phí đầu vào và giá bán

Giá khí đầu vào đối với DPM dự kiến sẽ giảm tương ứng với dự báo giá dầu Brent giảm. Ngoài ra, giá urê trên toàn cầu đang có xu hướng ổn định hoặc giảm nhẹ so với năm trước, và việc sửa đổi luật thuế GTGT gần đây sẽ giúp các nhà sản xuất phân bón tiết kiệm chi phí đáng kể, nâng cao khả năng cạnh tranh về giá và có thể dẫn đến việc giảm giá bán.

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

Dựa trên KQKD 9 tháng đầu năm 2024, HSC duy trì dự báo doanh thu năm 2024 ở mức 13.120 tỷ đồng (giảm 3,3%) và lợi nhuận thuần năm 2024 ở mức 8.215 tỷ đồng (tăng trưởng 56,8%), điều chỉnh chi phí đầu vào và giá bán bình quân trong khi giữ nguyên giả định về sản lượng tiêu thụ. Dự báo mới cho năm 2024 cho thấy doanh thu thuần Q4/2024 đạt 2.787 tỷ đồng (giảm 17,6% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 257 tỷ đồng (tăng 139% so với cùng kỳ), phục hồi từ mức nền rất thấp trong Q4/2023.

Trong khi đó, chúng tôi giảm 4,9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và tăng 4,8% cho năm 2026 nhờ giá khí đầu vào giảm bù đắp cho sự sụt giảm trong giá bán. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 969 tỷ đồng (tăng trưởng 19%), năm 2026 đạt 1.005 tỷ đồng (tăng trưởng 3,7%), và tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 24,6% (so với mức nền của năm 2023) và CAGR 2 năm đạt 11,1%. Dự báo của HSC cho năm 2024-2025 cao hơn 13% so với bình quân dự báo thị trường, có thể là do chúng tôi đi trước trong việc phản ánh KQKD 9 tháng đầu năm 2024 và tác động của luật thuế GTGT mới vào dự báo lợi nhuận của DPM.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 15% trong 12 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,8 lần.

HSC tăng 1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 41.200đ, sau khi hạ giả định WACC, chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025 và nâng dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 17% tại giá mục tiêu mới.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,838	705	1,160 ▼	1,385 ▼	1,449 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	5,565	519	815	969	1,005
EPS ĐC (đồng)	14,220	1,327	2,082	2,477	2,569
DPS (đồng)	7,000	2,000	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	35,820	29,502	29,386	29,680	30,073
EV/EBITDA ĐC (lần)	0.83	10.4	7.19	5.90	5.34
P/E ĐC (lần)	2.48	26.5	16.9	14.2	13.7
Lợi suất cổ tức (%)	19.9	5.68	5.68	5.68	5.68
P/B (lần)	0.98	1.19	1.20	1.19	1.17
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(90.7)	56.8	19.0	3.74
ROAE (%)	45.0	4.06	7.07	8.39	8.60

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

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 17%

HSC giảm 4,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 trong khi tăng 4,8% dự báo cho năm 2026, phản ánh xu hướng giá dầu giảm, giá bán giảm và luật thuế GTGT mới có hiệu lực từ ngày 1/7/2025 (so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi là từ ngày 1/1/2025). Theo đó, chúng tôi tăng 1% giá mục tiêu lên 41.200đ. DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,8 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá là 17%.

Đánh giá KQKD 9 tháng đầu năm 2024: lợi nhuận tăng mạnh nhờ mảng NPK

DPM ghi nhận KQKD 9 tháng đầu năm 2024 mạnh mẽ với lợi nhuận thuần đạt 588 tỷ đồng (tăng 31,2% so với cùng kỳ) trên doanh thu khá ổn định ở mức 10.332 tỷ đồng (tăng 1,4% so với cùng kỳ). Tăng trưởng lợi nhuận thuần mạnh mẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi KQKD mảng NPK tốt hơn, mang lại tỷ suất lợi nhuận gộp 11% so với tỷ suất lợi nhuận gộp âm trong 9 tháng đầu năm 2023, nhờ chi phí nguyên vật liệu giảm và sản lượng tiêu thụ tăng.

Các kết quả này đạt lần lượt 79,7% và 67% dự báo trước đây về doanh thu và lợi nhuận thuần cho cả năm 2024 của HSC. Doanh thu thuần cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi, trong khi lợi nhuận thuần nhìn chung sát với dự báo.

Bảng 20: KQKD 9 tháng đầu năm 2024, DPM

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2024 tăng đáng kể lên 14,6% so với 13% trong 9 tháng đầu năm 2023, chủ yếu nhờ mảng NPK cải thiện

Tỷ đồng	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	10,187	10,332	1.4%
Giá vốn hàng bán	(8,868)	(8,827)	-0.5%
Lợi nhuận gộp	1,319	1,505	14.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	13.0%	14.6%	
Lợi nhuận tài chính	224	205	-8.4%
Lãi/lỗ từ các công ty LD, LK	2	1	-51.7%
Chi phí QL&BH	(973)	(1,041)	7.0%
Chi phí QL&BH / Doanh thu (%)	9.6%	10.1%	
Lợi nhuận khác	4	3	-35.6%
LNTT	577	673	16.7%
Thuế thu nhập doanh nghiệp thuần	(141)	(103)	-26.6%
Lợi nhuận thuần sau thuế	436	570	30.7%
Lợi nhuận thuần	425	558	31.2%

Nguồn: DPM

Bảng 21: Cơ cấu doanh thu, DPM

Sản lượng NPK tiêu thụ tăng 19% so với cùng kỳ

	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Chi phí khí (USD/MMBtu)	10.5	10.9	4.3%
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)			
Urê	691.0	705.0	2.0%
Ammonia	46.2	42.0	-9.1%
NPK	106.6	127.0	19.1%
Phân bón nhập khẩu	179.4	163.0	-9.1%
Giá bán bình quân (đồng/kg)			
Urê	9.2	9.6	4.0%
Ammonia	9.7	9.7	0.0%
NPK	12.9	12.0	-7.0%
Phân bón nhập khẩu	9.6	8.5	-11.4%

Nguồn: DPM

Việc bảo dưỡng định kỳ hai năm một lần có thể diễn ra trong Q3/2025

DPM dự kiến sẽ tiến hành đợt bảo dưỡng lớn định kỳ hai năm một lần vào năm 2025, thường kéo dài khoảng bốn tuần. Tuy nhiên, trong năm nay, thời gian bảo dưỡng có thể kéo dài hơn do việc thay thế và nâng cấp một số thiết bị quan trọng. Do đó, sản lượng urê và amoniac dự kiến sẽ giảm tương ứng với thời gian ngừng hoạt động. Tuy nhiên, Công ty có đã kế hoạch quản lý hàng tồn kho phù hợp nhằm đảm bảo hoạt động bán hàng không bị gián đoạn trong giai đoạn này.

HSC đã đưa vào mô hình dự báo sản lượng tiêu thụ urê thấp hơn trong năm 2025.

Chiến lược dài hạn: Doanh nghiệp sản xuất hóa chất tiên phong tại Việt Nam

Trong chiến lược phát triển 5 năm (2021-2025) được công bố vào tháng 3/2023, DPM đặt mục tiêu “duy trì vị thế là nhà sản xuất phân bón hàng đầu tại Việt Nam, mở rộng sang sản xuất và kinh doanh hóa chất cơ bản và hóa dầu với mục tiêu định vị DPM là nhà sản xuất hóa chất tiên phong tại Việt Nam”. Bên cạnh đó, DPM “bắt đầu mở rộng kinh doanh sang sản xuất hóa chất, tập trung vào nghiên cứu các cơ hội để phát triển ngành hóa dầu”.

DPM đã và đang từng bước đặt trọng tâm vào mảng hóa chất trong những năm gần đây:

- Mở rộng thị trường NH₃: DPM hiện chiếm khoảng 80% thị phần NH₃ ở miền Nam. Hiện Công ty đang mở rộng ra miền Bắc, nhắm mục tiêu vào các ngành công nghiệp như sản xuất DAP và sản xuất thuốc nổ.
- Mở rộng nhà máy CO₂: Công ty có kế hoạch tăng công suất xử lý thu hồi khí CO₂ (CRU) từ nhà máy NH₃, với mục tiêu sản lượng hằng năm từ 70.000–75.000 tấn.
- Dự án hóa chất mới: DPM đang nghiên cứu các dự án kinh doanh như nhà máy sản xuất hydro peroxit (H₂O₂), thu hồi các khí (Ar, H₂, N₂) từ khí thải tại nhà máy NH₃, sản xuất DEF/AdBlue và lò hơi sử dụng nhiên liệu sinh khối.
- Hợp tác chiến lược: DPM đang nỗ lực hợp tác với các tập đoàn hóa chất hàng đầu thế giới để đầu tư và phân phối sản phẩm hóa chất tại Việt Nam cũng như trên thị trường quốc tế.
- Phát triển CSHT: Công ty đang đầu tư vào lĩnh vực logistic để hỗ trợ mở rộng thị trường hóa chất, bao gồm việc đồng đầu tư vào một cảng gần nhà máy của mình và xây dựng một kho hóa chất tại khu vực phía Nam để nâng cao năng lực lưu trữ và xuất khẩu.
- Các sáng kiến bền vững: DPM đang hợp tác với PetroVietnam và Viện Dầu khí để nghiên cứu sản xuất hydro xanh và amoniac xanh, nhằm hỗ trợ chiến lược “tăng trưởng xanh” và chuyển đổi sang nguyên liệu bền vững.

Ngoài ra, DPM đang tăng vốn điều lệ thông qua việc phát hành cổ phiếu bằng nguồn vốn CSH (tham khảo báo cáo ngày 6/9/2024).

Nhìn chung, những diễn biến này cho thấy DPM đang chuyển mình thành một công ty hóa chất đa dạng hơn, vượt ra ngoài trọng tâm truyền thống là sản xuất phân bón.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Dựa trên KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2024, HSC duy trì dự báo doanh thu năm 2024 ở mức 13.120 tỷ đồng (giảm 3,3%) và lợi nhuận thuần ở mức 8.215 tỷ đồng (tăng trưởng 56,8%), điều chỉnh chi phí đầu vào và giá bán bình quân trong khi giữ nguyên giả định về sản lượng tiêu thụ. Dự báo mới cho năm 2024 của chúng tôi cho thấy doanh thu thuần Q4/2024 đạt 2.787 tỷ đồng (giảm 17,6% so với cùng kỳ) chủ yếu do giảm giá định sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận thuần đạt 257 tỷ đồng (tăng 139% so với cùng kỳ), phục hồi từ mức nền rất thấp trong Q4/2023.

Trong khi đó, dựa trên KQKD thực hiện 9 tháng năm 2024 và các xu hướng cơ bản trong triển vọng, HSC giảm 4,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, chủ yếu do tác động của việc hoàn thuế GTGT chỉ áp dụng trong nửa cuối năm, bắt đầu từ ngày 1/7/2025 (so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi là tác động cả năm). Chúng tôi tăng

4,8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 do tác động tích cực của việc giảm giá định giá khí đầu vào đã bù đắp cho việc giảm giá định giá bán. Dự báo mới của HSC cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc trong năm 2025, đạt 969 tỷ đồng (tăng trưởng 19%), tiếp đó tăng trưởng vừa phải 3,7% trong năm 2026 đạt 1.005 tỷ đồng. Nói chung, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 24,6 % (so với mức nền của năm 2023) và 2 năm đạt 11,1%.

Những giả định chính được thể hiện trong các bảng sau đây.

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới, DPM

Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 24,6%

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	12,968	13,120	1.2%	-3.3%	13,272	12,854	-3.2%	-2.0%	13,272	12,612	-5.0%	-1.9%
Lợi nhuận thuần	836	815	-2.6%	56.8%	1,019	969	-4.9%	19.0%	959	1,005	4.8%	3.7%

Nguồn: HSC

Bảng 23: Giả định chi phí khí đầu vào cũ & mới, DPM

HSC điều chỉnh giảm 1,3% giả định chi phí khí cho năm 2025 dựa trên dự báo giá dầu mới nhất của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) và tác động từ việc luật Thuế GTGT mới có hiệu lực từ 1/7/2025

	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)	84.2	80.4	-4.5%	2.4%	86.0	76.1	-11.5%	-5.4%	86.0	76.1	-11.5%	0.0%
MFO (USD/tấn)	495.6	471	-4.9%	9.6%	505	446	-11.7%	-5.4%	505.0	446	-11.7%	0.0%
Khí tự nhiên (USD/MMBtu)	5.6	5.34	-5.0%	9.8%	5.7	5.1	-11.7%	-5.4%	5.7	5.05	-11.7%	0.0%
Thuế (USD/MMBtu)	4.5	4.53	0.7%	0.7%	4.5	4.5	0.7%	0.0%	4.5	4.53	0.7%	0.0%
Chi phí khí (USD/MMBtu)	10.1	9.87	-2.5%	2.9%	10.2	9.6	-6.2%	-2.9%	10.2	9.58	-6.1%	0.0%
Thuế GTGT 10% (USD/MMBtu)	1.0	0.99	-1.3%	2.9%	0.0	0.5	0.0%	N/m	0.0	0.00	0.0%	0.0%
Tổng chi phí khí (USD/MMBtu)	11.1	10.86	-2.4%	2.9%	10.2	10.1	-1.3%	-7.1%	10.2	9.58	-6.1%	-5.0%

Nguồn: HSC

Bảng 24: Dự báo doanh thu cũ và mới, DPM

Chúng tôi giảm nhẹ giả định giá bán bình quân trong năm 2025-2025 dựa trên xu hướng cơ bản của ngành

	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	900	900	0.0%	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	140	140	0.0%	1.7%	180	180	0.0%	28.6%	180	180	0.0%	0.0%
Phân bón nhập khẩu	240	240	0.0%	-9.8%	260	260	0.0%	8.3%	260	260	0.0%	0.0%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)												
Urê	9.5	9.5	9.7	1.5%	3.5%	9.7	9.4	-3.5%	-3%	9.7	9.2	-5.4%
Ammonia	10.4	10.4	10.4	0.2%	-2.0%	10.6	10.4	-1.7%	0.0%	10.6	10.4	-1.7%
NPK	11.7	11.7	11.8	1.3%	-7.1%	11.9	11.6	-2.7%	-2%	11.9	11.3	-4.6%
Phân bón nhập khẩu	8.4	8.4	8.4	0.2%	3.8%	8.4	8.1	-2.8%	-3%	8.4	8.0	-4.8%

Nguồn: HSC

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu mới là 41.200đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 1% giá mục tiêu lên 41.200đ, 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 dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.
- Giảm giả định WACC xuống mức 12,5% từ 13,9% trước đó, sau khi áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn là 7,5% (giảm từ 8,5% trước đó), hệ số beta không đổi là 1,2 lần (theo cập nhật của Bloomberg) và lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn là 4% (không thay đổi).

- Tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025.

HSC tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 25-27. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 28.

Bảng 25: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DPM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	947	998	921	914	907
Thu nhập thuần trừ nợ vay	726	765	706	701	695
Cộng: Khấu hao	437	451	465	480	495
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(532)	(482)	(513)	(531)	(552)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	345	524	386	(45)	437
UFCF	977	1,259	1,045	604	1,076

Nguồn: HSC

Bảng 26: Tính toán WACC, DPM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	13.0%
Lãi suất bình quân	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	23.3%
Chi phí nợ	3.5%
Tỷ trọng của vốn CSH	95.0%
WACC	12.5%

Nguồn: HSC

Bảng 27: Định giá DCF, DPM

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	4,016
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	6,504
Tổng giá trị hiện tại	10,520
Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	6,024
Trừ: Tổng nợ	(202)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(221)
Giá trị của vốn CSH	16,122
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	391
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đ/cp)	41,200

Nguồn: HSC

Bảng 28: 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

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	41,000	41,900	42,800	43,900	46,600	
	3.5%	40,300	41,100	42,000	43,000	45,300	
	4.0%	39,600	40,400	41,200	42,100	44,200	
	4.5%	39,000	39,700	40,500	41,300	43,300	
	5.0%	38,500	39,100	39,800	40,600	42,400	

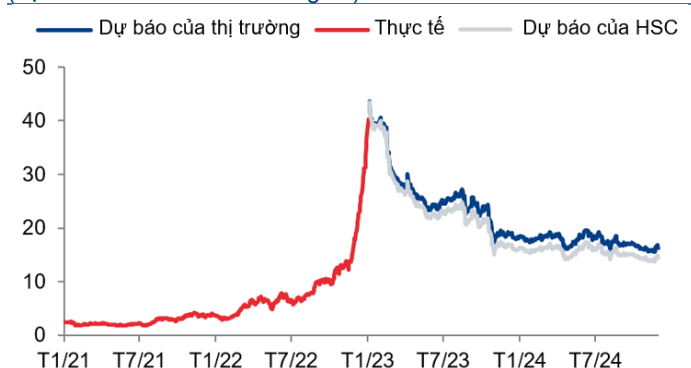
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,8 lần.

Biểu đồ 29: P/E trượt dự phóng 1 năm, DPM

DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi) ...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 30: 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 12,8 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)						Báo cáo LCTT (tỷ đồng)					
	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F		12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	18,627	13,569	13,120	12,854	12,612	EBIT	6,323	302	748	947	998
Lợi nhuận gộp	7,838	1,652	2,133	2,157	2,183	Khấu hao	(515)	(403)	(412)	(437)	(451)
Chi phí BH&QL	(1,534)	(1,351)	(1,389)	(1,210)	(1,185)	Lãi vay thuần	280	386	274	268	263
Thu nhập khác	18.9	0.94	3.68	0	0	Thuế TNDN đã nộp	(1,021)	(161)	(189)	(225)	(233)
Chi phí khác	-	-	-	-	-	Thay đổi vốn lưu động	(683)	1,269	(900)	165	337
EBIT	6,323	302	748	947	998	Khác	(453)	(1,255)	(184)	(135)	(104)
Lãi vay thuần	280	386	274	268	263	LCT thuần từ HKKD	4,961	945	160	1,459	1,712
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.66	2.66	2.96	3.11	3.27	Đầu tư TS dài hạn	(77.5)	(241)	(289)	(532)	(482)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	Góp vốn & đầu tư	(11,790)	(9,615)	0	539	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-	Thanh lý	2.49	0.91	0	0	0
LNTT	6,606	691	1,024	1,219	1,264	Khác	8,638	11,531	0	0	0
Chi phí thuế TNDN	(1,021)	(161)	(189)	(225)	(233)	LCT thuần từ HĐĐT	(3,227)	1,676	(289)	6.61	(482)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(20.0)	(10.4)	(20.9)	(24.9)	(25.8)	Cổ tức trả cho CSH	(1,977)	(2,755)	(783)	(783)	(783)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-	Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	5,565	519	815	969	1,005	Tăng/giảm nợ	(200)	(707)	123	41.8	13.0
Lợi nhuận thuần ĐC	5,565	519	815	969	1,005	Khác	0	0	0	0	0
EBITDA ĐC	6,838	705	1,160	1,385	1,449	LCT thuần từ HĐTC	(2,177)	(3,463)	(660)	(741)	(770)
EPS (đồng)	14,220	1,327	2,082	2,477	2,569	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,524	2,084	1,242	454	1,178
EPS ĐC (đồng)	14,220	1,327	2,082	2,477	2,569	LCT thuần trong kỳ	(442)	(842)	(788)	724	460
DPS (đồng)	7,000	2,000	2,000	2,000	2,000	Ảnh hưởng của tỷ giá	1.62	(0.64)	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	391	391	391	391	391	Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,084	1,242	454	1,178	1,638
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	391	391	391	391	391	Dòng tiền tự do	4,884	704	(128)	927	1,230
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	391	391	391	391	391						
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)						Các chỉ số tài chính					
	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F		12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,084	1,242	454	1,178	1,638	Chỉ số hoạt động					
Đầu tư ngắn hạn	6,880	5,385	5,385	4,847	4,847	Tỷ suất LN gộp (%)	42.1	12.2	16.3	16.8	17.3
Phải thu khách hàng	458	642	538	508	538	Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	36.7	5.20	8.84	10.8	11.5
Hàng tồn kho	3,871	1,911	3,178	2,907	2,508	Tỷ suất LNT (%)	29.9	3.83	6.21	7.54	7.97
Các tài sản ngắn hạn khác	285	385	338	318	324	Thuế TNDN hiện hành (%)	15.5	23.3	18.4	18.4	18.4
Tổng tài sản ngắn hạn	13,579	9,565	9,894	9,758	9,854	Tăng trưởng doanh thu (%)	45.7	(27.2)	(3.31)	(2.03)	(1.88)
TSCĐ hữu hình	2,653	2,416	2,307	2,416	2,531	Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	61.5	(89.7)	64.4	19.4	4.67
TSCĐ vô hình	821	834	831	829	764	Tăng trưởng LNT ĐC (%)	78.5	(90.7)	56.8	19.0	3.74
Bất động sản đầu tư	200	190	181	171	161	Tăng trưởng EPS (%)	78.5	(90.7)	56.8	19.0	3.74
Đầu tư dài hạn	12.5	3.60	3.60	3.60	3.60	Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(90.7)	56.8	19.0	3.74
Đầu tư vào Cty LD,LK	29.3	29.8	29.8	29.8	29.8	Tăng trưởng DPS (%)	100	(71.4)	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	404	271	268	265	256	Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	49.2	151	96.1	80.8	77.8
Tổng tài sản dài hạn	4,120	3,744	3,620	3,715	3,745						
Tổng cộng tài sản	17,699	13,309	13,514	13,473	13,599	Chỉ số lợi nhuận					
Nợ ngắn hạn	202	0	202	202	202	ROAE (%)	45.0	4.06	7.07	8.39	8.60
Phả trả người bán	869	768	884	804	765	ROACE (%)	47.8	2.28	6.37	8.07	8.40
Nợ ngắn hạn khác	1,556	586	607	534	526	Vòng quay tài sản (lần)	1.18	0.88	0.98	0.95	0.93
Tổng nợ ngắn hạn	2,996	1,484	1,847	1,671	1,633	Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.78	3.13	0.21	1.54	1.72
Nợ dài hạn	505	0	0	0	0	Số ngày tồn kho	131	58.5	106	99.2	87.8
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	133	133	133	133	133	Số ngày phải thu	15.5	19.7	17.9	17.3	18.8
Nợ dài hạn khác	48.2	44.8	34.6	54.3	64.6	Số ngày phải trả	29.4	23.5	29.4	27.4	26.8
Tổng nợ dài hạn	686	177	167	187	197	Cơ cấu vốn					
Tổng nợ phải trả	3,681	1,764	2,014	1,858	1,830	Nợ thuần*/VCSH (%)	(9.31)	(9.68)	(1.32)	(7.64)	(11.4)
Vốn chủ sở hữu	14,017	11,545	11,500	11,615	11,769	Nợ/tài sản (%)	4.40	0.93	2.23	2.15	2.22
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Tổng vốn chủ sở hữu	14,017	11,545	11,500	11,615	11,769	Nợ/EBITDA (lần)	0.11	0.18	0.26	0.21	0.21
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,699	13,309	13,514	13,473	13,599	Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.53	6.44	5.36	5.84	6.03
BVPS (đ)	35,820	29,502	29,386	29,680	30,073	Định giá					
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(1,377)	(1,242)	(252)	(976)	(1,436)	EV/doanh thu (lần)	0.31	0.54	0.64	0.64	0.61
						EV/EBITDA ĐC (lần)	0.83	10.4	7.19	5.90	5.34
						P/E (lần)	2.48	26.5	16.9	14.2	13.7
						P/E ĐC (lần)	2.48	26.5	16.9	14.2	13.7
						P/B (lần)	0.98	1.19	1.20	1.19	1.17
						Lợi suất cổ tức (%)	19.9	5.68	5.68	5.68	5.68

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