

Các doanh nghiệp sản xuất urê: Thị trường nitơ toàn cầu duy trì vững chắc trong ngắn hạn

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

- DCM và DPM sẽ hưởng lợi từ chi phí khí đầu vào giảm khi giá dầu Brent có xu hướng đi xuống đến hết năm 2026 và tác động trọn năm từ việc hoàn thuế GTGT. Dù giá urê có thể giảm nhẹ trong năm 2026, mức giá dự kiến vẫn sẽ cao hơn bình quân dài hạn, qua đó giảm áp lực lên giá bán.
- HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, theo đó DCM đạt 2.006 tỷ đồng năm 2025 (tăng trưởng 41%) và tăng lên 2.119 tỷ đồng vào năm 2027; DPM đạt 1.142 tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 112%) và tăng lên 1.290 tỷ đồng vào năm 2027.
- Chúng tôi duy trì giá mục tiêu 47.800đ cho DCM và 30.000đ cho DPM nhưng nâng khuyến nghị cho cả hai lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu giảm gần đây. Với tiềm năng tăng giá 40% tại giá mục tiêu, DCM tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của HSC.

Đánh giá Q3/2025: Doanh thu tích cực và chi phí khí đầu vào giảm giúp thúc đẩy lợi nhuận

DCM và DPM ghi nhận KQKD Q3/2025 tích cực, với tổng doanh thu thuần tăng 18% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ phân bón nhập khẩu vững chắc, và tổng lợi nhuận thuần tăng 2,1 lần so với cùng kỳ, được thúc đẩy bởi chi phí khí đầu vào giảm và khoản hoàn thuế GTGT đáng kể. Giá khí đầu vào trong quý giảm 11% so với cùng kỳ đối với DCM và 5% so với cùng kỳ đối với DPM, phù hợp với xu hướng giá dầu Brent và dầu nhiên liệu hạ nhiệt, trong khi khung thuế GTGT mới giúp ghi nhận khoảng 50 tỷ đồng hoàn thuế đối với DCM và 210 tỷ đồng đối với DPM. Những yếu tố này hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận tăng mạnh, với tỷ suất lợi nhuận gộp của DPM tăng lên mức 19,3% (từ 11,7% trong Q3/2024) và của DCM tăng lên mức 22% (từ 14,2% trong Q3/2024).

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Tồn kho dầu toàn cầu được dự báo sẽ tăng đến hết năm 2026, qua đó giúp chi phí khí đầu vào duy trì ở mức thuận lợi cho các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC. Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) dự báo giá dầu Brent sẽ giảm xuống 63 USD/thùng vào cuối năm 2025 (cuối tháng 9/2025: 68 USD), sau đó giảm còn 54 USD vào cuối Q1/2026 và bình quân đạt 55 USD trong cả năm 2026 (so với mức bình quân 68,8 USD trong dự báo năm 2025). Do đó, HSC điều chỉnh giảm giá định chi phí khí đầu vào giai đoạn 2025-2027 lần lượt 9% cho DCM và 7% cho DPM. Trong khi đó, giá urê (đầu ra) được dự báo giảm khoảng 5% trong năm 2026 xuống quanh mức 420 USD/tấn nhưng vẫn cao hơn bình quân 10 năm, kéo theo giá bán năm 2026 giảm 6% đối với DPM và 9% đối với DCM. Song song đó, từ tháng 7/2025, chính sách thuế GTGT 5% dự kiến sẽ mang lại khoản hoàn thuế đầu vào khoảng 200 tỷ đồng cho DCM và 420 tỷ đồng cho DPM.

Tổng hợp các yếu tố trên, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, theo đó DCM đạt 2.006 tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 41%) và tăng lên 2.119 tỷ đồng vào năm 2027; DPM đạt 1.142 tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 112%) và tăng lên 1.290 tỷ đồng vào năm 2027.

Khuyến nghị và định giá

Dựa trên dự báo lợi nhuận đã cập nhật và một số điều chỉnh trong giả định định giá, HSC duy trì giá mục tiêu 47.800đ cho DCM (tiềm năng tăng giá 40%) và 30.000đ cho DPM (tiềm năng tăng giá 27%). Chúng tôi cũng nâng khuyến nghị cho cả hai lên Mua vào, do giá cổ phiếu giảm gần đây đã đưa mức định giá trở nên hấp dẫn hơn. Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (16%) so với bình quân quá khứ ở mức 10,2 lần; theo giá mục tiêu của chúng tôi, P/E năm 2025-2026 lần lượt là 12,6 lần và 12,5 lần. Trong khi đó, giá DPM giảm 14% trong cùng giai đoạn và đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,8 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn (12%) so với bình quân quá khứ ở mức 14,5 lần; tại giá mục tiêu của chúng tôi, P/E năm 2025-2026 của DPM lần lượt là 17,9 lần và 16,1 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/11.

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
DCM	34,050	Mua vào	Tăng tỷ trọng	47,800	-	40.4	8.99	8.87	4.23	3.46	4.41	2.94
DPM	23,600	Mua vào	Nắm giữ	30,000	-	27.1	10.1	12.6	5.48	5.38	5.08	6.36

*Giá cổ phiếu tại ngày 21/11/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Điều kiện thị trường vẫn thuận lợi; DCM tiếp tục là lựa chọn hàng đầu 3

Q3/2025: Tỷ suất lợi nhuận tăng nhờ chi phí khí đầu vào giảm và hoàn thuế GTGT 3

Q4/2025 và các năm tiếp theo: Điều kiện thị trường nhiều khả năng vẫn duy trì thuận lợi 4

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 5

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) 12

Điều kiện thị trường vẫn thuận lợi; DCM tiếp tục là lựa chọn hàng đầu

DCM và DPM được hưởng lợi từ mặt bằng chi phí thuận lợi khi tồn kho dầu toàn cầu tăng và giá dầu Brent có xu hướng giảm đến năm 2026, qua đó kéo giảm giá khí đầu vào và hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận, cùng với tác động trọn năm từ chính sách hoàn thuế GTGT. Dù giá urê được dự báo giảm nhẹ trong năm 2026, mức giá này vẫn sẽ cao hơn đáng kể so với bình quân dài hạn, qua đó hạn chế tác động từ việc giá bán giảm. Với triển vọng lợi nhuận rõ ràng, dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2027 hầu như không đổi và tỷ suất lợi nhuận tiếp tục được hỗ trợ bởi giá khí đầu vào thấp, nhu cầu phân bón ổn định và hoàn thuế GTGT, cả hai công ty đều duy trì triển vọng lợi nhuận tích cực. HSC khuyến nghị Mua vào đối với cả DCM (giá mục tiêu 47.800đ, tiềm năng tăng giá 40%) và DPM (giá mục tiêu 30.000đ, tiềm năng tăng giá 27%).

Q3/2025: Tỷ suất lợi nhuận tăng nhờ chi phí khí đầu vào giảm và hoàn thuế GTGT

DCM và DPM, hai doanh nghiệp sản xuất urê trong danh sách khuyến nghị của HSC, ghi nhận KQKD Q3/2025 tích cực. Cụ thể:

- Doanh thu của cả hai công ty đều tăng mạnh – DCM tăng 13,4% so với cùng kỳ, DPM tăng 21,2% so với cùng kỳ – đưa tổng doanh thu tăng 17,6% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ phân bón nhập khẩu tăng.
- Tổng lợi nhuận thuần tăng mạnh 208% so với cùng kỳ (DCM – tăng 172% so với cùng kỳ; DPM – tăng 275% so với cùng kỳ), vượt xa mức tăng doanh thu nhờ giá khí đầu vào giảm – phản ánh xu hướng giá năng lượng toàn cầu hạ nhiệt và khoản hoàn thuế GTGT bổ sung đối với nguyên vật liệu đầu vào.

Chúng tôi ước tính rằng, cùng với xu hướng giảm của giá dầu Brent và dầu nhiên liệu toàn cầu, giá khí đầu vào của DCM giảm 11% so với cùng kỳ xuống 8,5 USD/mmbtu và của DPM giảm 5,3% so với cùng kỳ xuống 10,35 USD/mmbtu. Song song đó, theo khung thuế GTGT mới, DCM và DPM cũng ghi nhận khoản hoàn thuế GTGT lần lượt khoảng 50 tỷ đồng và 210 tỷ đồng trong Q3/2025. Nhờ đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của DPM trong Q3/2025 tăng lên mức 19,3% (so với 11,7% trong Q3/2024 và 16,9% trong Q2/2025), trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của DCM cũng tăng lên mức 22% (so với 14,2% trong Q3/2024 và 20,5% trong Q2/2025).

Bảng 1: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, DCM & DPM

Lợi nhuận thuần Q3/2025 tăng mạnh 208% so với cùng kỳ nhờ chi phí khí giảm và các doanh nghiệp được hoàn thuế VAT

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	2025 HSCF (cũ)	% 2025 HSCF (cũ)
Doanh thu								
DCM	2,634	2,988	13.4%	9,242	12,432	34.5%	16,864	73.7%
DPM	3,077	3,729	21.2%	10,332	13,150	27.3%	15,555	82.0%
Tổng	5,711	6,717	17.6%	19,574	25,582	30.7%	32,419	78.9%
Lợi nhuận thuần								
DCM	120	328	172.2%	1,035	1,525	47.4%	2,291	63.4%
DPM	63	236	275.3%	558	844	51.4%	1,199	70.4%
Tổng	183	564	207.6%	1,593	2,369	48.8%	3,490	67.9%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Bảng 2: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ theo các sản phẩm chính, DCM & DPM

Trong Q3/2025, sản lượng tiêu thụ NPK giảm nhưng sản lượng tiêu thụ phân bón nhập khẩu tăng

Tấn	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
DCM						
Urê	127,850	138,890	8.6%	581,300	596,940	2.7%
NPK	59,401	42,173	-29.0%	156,140	235,604	50.9%
Phân bón nhập khẩu	79,360	81,200	2.3%	175,000	267,090	52.6%
DPM						
Urê	203,969	168,158	-17.6%	705,000	670,383	-4.9%
NH3	9,638	13,147	36.4%	42,000	44,159	5.1%
NPK	39,961	30,901	-22.7%	127,000	156,076	22.9%
Phân bón nhập khẩu	49,925	69,714	39.6%	163,000	298,307	83.0%

Nguồn: DCM, DPM

Lưu ý, từ ngày 1/7, phân bón bắt đầu chịu thuế GTGT 5%. Do đó, mức tăng giá bán lẻ trong Q3 so với Q2 chủ yếu phản ánh việc chuyển phần thuế này vào giá bán. Dù các nhà sản xuất có thể khấu trừ thuế GTGT đầu vào đối với nguyên liệu thô, họ thường ưu tiên áp dụng các phiếu ưu đãi mua hàng hoặc các chương trình khuyến mại hơn là giảm giá trực tiếp.

Q4/2025 và các năm tiếp theo: Điều kiện thị trường nhiều khả năng vẫn duy trì thuận lợi

Giá năng lượng đang có xu hướng giảm

Theo EIA, tồn kho dầu toàn cầu được dự báo sẽ tiếp tục tăng đến hết năm 2026, qua đó tạo áp lực giảm lên giá dầu trong các tháng tới. Theo đó, giá dầu Brent được dự báo giảm xuống 63 USD/thùng vào cuối năm 2025 (cuối tháng 9/2025: 68 USD), sau đó giảm còn 54 USD vào cuối Q1/2026 và bình quân đạt 55 USD cho cả năm 2026 (so với mức bình quân 68,8 USD dự báo cho năm 2025).

Do đó, HSC kỳ vọng giá khí đầu vào của DCM và DPM (được neo theo giá dầu Brent và dầu nhiên liệu) sẽ duy trì ở mức thuận lợi trong Q4/2025 và các năm tiếp theo. Cho giai đoạn 2025-2027, chúng tôi giảm bình quân 8,7% dự báo giá khí đầu vào đối với DCM và 6,8% đối với DPM sau khi cập nhật KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2025 và triển vọng giá năng lượng mới nhất.

Giá urê hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì ở mức cao

Theo đánh giá chung của các tổ chức nghiên cứu thị trường, giá urê được dự báo giảm khoảng 5% xuống quanh mức 420 USD/tấn trong năm 2026, dù mức này vẫn cao hơn 22% so với bình quân 10 năm. Các yếu tố khiến giá urê hạ nhiệt gồm xuất khẩu UAN và urê của Nga quay lại mức trước chiến tranh, cùng với nhu cầu phân bón cho nông nghiệp toàn cầu duy trì ổn định. Ngược lại, các yếu tố có thể hạn chế đà giảm sâu của giá urê gồm nguy cơ gián đoạn nguồn cung do địa chính trị và nguồn khí đốt, cũng như những thách thức kéo dài trong việc đưa các nhà máy sản xuất mới vào vận hành. Xuất khẩu urê của Trung Quốc vẫn được kiểm soát theo hạn ngạch và tiếp tục là yếu tố khó dự đoán của thị trường.

Do đó, chúng tôi dự báo giá bán bình quân năm 2026 của DPM và DCM sẽ giảm lần lượt 6% và 9%, từ mức nền giá hiện đang cao.

Tác động trọn năm từ khoản hoàn thuế GTGT

Lưu ý, từ ngày 1/7, phân bón bắt đầu chịu thuế GTGT 5%. Theo ước tính của DCM, Công ty dự kiến nhận khoảng 100 tỷ đồng hoàn thuế GTGT đối với chi phí nguyên vật liệu trong nửa cuối năm 2025. Tương tự, DPM ước tính nhận khoảng 210 tỷ đồng hoàn thuế GTGT đối với chi phí nguyên vật liệu trong Q3/2025.

Sang năm 2026, để phản ánh tác động trọn năm của chính sách hoàn thuế GTGT đầu vào, DCM và DPM được dự báo sẽ nhận tổng khoản hoàn thuế lần lượt khoảng 200 tỷ đồng và 420 tỷ đồng. Khoản này tương đương 2-3% tổng giá vốn hàng bán, mang lại mức tiết giảm chi phí đáng kể và dự kiến sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận năm 2026.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Dựa trên KQKD 9 tháng 2025 và bối cảnh ngành/thị trường dự kiến không thay đổi trong năm 2026, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027 cho DCM và DPM. Cụ thể:

- Đối với DCM, lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo đạt 2.006 tỷ đồng, tăng trưởng 41,3% (điều chỉnh giảm 12,4% dự báo trước đó), theo đó, lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 481 tỷ đồng, tăng 70,3% so với cùng kỳ trên doanh thu thuần 4.356 tỷ đồng, tăng 3,4% so với cùng kỳ.

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận đã điều chỉnh, DCM & DPM

Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 12,4% & 4,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của DCM và DPM, một phần do đợt lũ nghiêm trọng trong tháng 10-11 có thể làm chậm vụ mùa tại khu vực Nam Trung Bộ và một phần Tây Nguyên; tuy nhiên, dự báo cho năm 2026-2027 được giữ gần như không đổi.

Tỷ đồng	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
DCM												
Doanh thu	16,864	16,788	-0.4%	24.8%	15,706	15,580	-0.8%	-7.2%	15,819	15,922	0.6%	2.2%
Lợi nhuận thuần	2,291	2,006	-12.4%	41.3%	2,027	2,033	0.3%	1.4%	2,036	2,119	4.1%	4.2%
DPM												
Doanh thu	15,555	16,366	5.2%	21.3%	14,252	15,557	9.2%	-4.9%	14,252	15,661	9.9%	0.7%
Lợi nhuận thuần	1,199	1,142	-4.7%	112.4%	1,289	1,270	-1.5%	11.1%	1,261	1,290	2.3%	1.6%

Nguồn: HSC

- Đối với DPM, lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo đạt 1.142 tỷ đồng, tăng trưởng 112% (điều chỉnh giảm nhẹ 4,7% dự báo trước đó), theo đó, lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 298 tỷ đồng, tăng gấp 7,2 lần so với cùng kỳ trên doanh thu thuần 3.235 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ.

Bảng 4: Điều chỉnh giả định chi phí khí, DCM & DPM

Chúng tôi giảm lần lượt 8,7%/6,8% giả định chi phí khí của DCM/DPM trong giai đoạn 2025-27 dựa trên những phân tích về xu hướng giá dầu thế giới

	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Dầu Brent oil (USD/thùng)	69.3	67.9	-2.0%	-15.5%	67.5	51.8	-23.3%	-23.8%	67.5	51.8	-23.3%	0.0%
MFO (USD/tấn)	448.0	428.4	-4.4%	-9.0%	440.0	312.2	-29.0%	-27.1%	440.3	312.2	-29.1%	0.0%
Chi phí khí của DCM (USD/mmbtu)	8.4	8.6	2.6%	-10.2%	7.9	6.8	-14.4%	-21.6%	7.9	6.8	-14.4%	8.4
Chi phí khí của DPM (USD/mmbtu)	10.0	9.9	-0.6%	-8.6%	9.5	9.0	-5.7%	-9.9%	9.5	9.0	-5.7%	0.0%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Dựa trên dự báo lợi nhuận mới và việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026, HSC duy trì giá mục tiêu đối với DCM và DPM lần lượt ở mức 47.800đ và 30.000đ. Do giá cổ phiếu giảm gần đây, nhiều khả năng do dòng tiền dịch chuyển sang nhóm vốn hóa lớn như VN30, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DCM lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và đối với DPM lên Mua vào (từ Nắm giữ). Giá mục tiêu của chúng tôi đối với DCM hàm ý tiềm năng tăng giá 40% và tương ứng với P/E năm 2025-2026 lần lượt là 12,6 lần và 12,5 lần; trong khi giá mục tiêu đối với DPM hàm ý tiềm năng tăng giá 27% và tương ứng với P/E năm 2025-2026 lần lượt là 17,9 lần và 16,1 lần.

Chúng tôi tiếp tục định giá hai doanh nghiệp sản xuất urê này theo phương pháp DCF. Những giả định định giá cơ bản gồm: (i) lãi suất phi rủi ro 4% áp dụng cho toàn bộ các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị, (ii) phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và (iii) tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%. Giả định WACC giữ nguyên ở mức 14,1% đối với DCM và 13,1% đối với DPM.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (16%) so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,2 lần. Trong khi đó, giá DPM giảm 14% trong 3 tháng qua và đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,8 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn (12%) so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 14,5 lần.

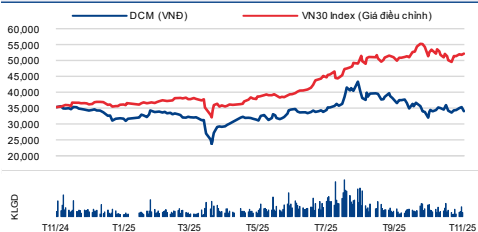
Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ47,800 (giữ nguyên)
Tiềm năng tăng/giảm: 40.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	34,050
Mã Bloomberg	DCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	23,801-43,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	18,026
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	684
Slg CP lưu hành (tr.đv)	529
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Slg CP NN được mua (tr.đv)	233
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.97%
Tỷ lệ freefloat	24.4%
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	0.74	(15.7)	(3.61)
So với chỉ số	1.59	(16.8)	(34.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,789	3,906	(3.0)
2026F	3,841	3,587	7.1
2027F	4,003	3,219	24.4

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DCM là công ty sản xuất phân đạm urea hạt đực 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

Nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh gần đây

- HSC duy trì giá mục tiêu theo phương pháp DCF ở mức 47.800đ nhưng nâng khuyến nghị đối với DCM lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh gần đây; tại giá mục tiêu này, tiềm năng tăng giá là 40%.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 12% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng vẫn giữ nguyên dự báo cho các năm 2026-2027, do tiếp tục đánh giá triển vọng ngành và thị trường trong 2 năm tới là tích cực. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 14,3%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (16%) so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,6 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q3/2025

DCM ghi nhận KQKD Q3/2025 tích cực với lợi nhuận thuần tăng 172,2% so với cùng kỳ đạt 328 tỷ đồng, dù vẫn thấp hơn 31% so với dự báo của HSC ở mức 480 tỷ đồng, nhiều khả năng do tỷ trọng phân bón nhập khẩu (tỷ suất lợi nhuận thấp) cao hơn dự kiến (khiến tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý bị kéo xuống – dù vẫn tăng mạnh so với cùng kỳ) và khoản hoàn thuế GTGT chỉ đạt 50 tỷ đồng, thấp hơn dự kiến.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 1.544 tỷ đồng, tăng 49,2% so với cùng kỳ trên doanh thu thuần 12.432 tỷ đồng (tăng 34,5% so với cùng kỳ), được hỗ trợ bởi tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 22,1% so với mức 18,3% trong 9 tháng đầu năm 2024. Doanh thu thuần đạt 73,7% dự báo cả năm 2025 của HSC trước kỳ công bố KQKD, sát với dự báo, trong khi lợi nhuận thuần chỉ đạt 67,4%, thấp hơn khoảng 10% so với dự báo của chúng tôi.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025, giữ nguyên dự báo cho các năm 2026-2027

HSC giảm 12,4% dự báo lợi nhuận năm 2025 xuống 2.006 tỷ đồng (tăng trưởng 41,3%) do KQKD Q3/2025 kém tích cực, nhưng vẫn giữ nguyên dự báo cho các năm 2026-2027 trong bối cảnh điều kiện thị trường trong 2 năm tới dự kiến thuận lợi (nhưng không thay đổi nhiều so với kỳ vọng ban đầu) khi chúng tôi dự báo giá khí đầu vào giảm, tác động hoàn thuế GTGT được phản ánh trọn năm và giá ure giảm nhẹ. Lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo đạt 2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 1,4%, sau đó tăng trưởng 4,2% trong năm 2027 đạt 2,1 nghìn tỷ đồng.

Đáng chú ý, dự báo mới cho năm 2025 hàm ý lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 481 tỷ đồng, tăng 70% so với cùng kỳ. Trong khi đó, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 đạt 14,3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (16%) so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,2 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 40% tại giá mục tiêu không đổi 47.800đ. DCM có dòng tiền HĐKD mạnh (>1.800 tỷ đồng/năm) và vị thế tiền mặt thuần vững chắc (>8.000 tỷ đồng; >15.000đ/cổ phiếu). Điều này giúp Công ty ghi nhận doanh thu HĐ tài chính cao hơn trong bối cảnh lãi suất tăng. Dù USD mạnh lên có thể làm tăng chi phí sản xuất do DCM mua khí đầu vào theo giá USD nhưng tác động này được giảm đáng kể nhờ chính sách hoàn thuế GTGT đầu vào và giá khí dự kiến giảm trong giai đoạn dự báo.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,788	1,287	2,323 ▼	2,368	2,467
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,109	1,222	2,006 ▼	2,033	2,119
EPS ĐC (đồng)	2,095	2,308	3,789 ▼	3,841	4,003
DPS (đồng)	2,000	2,000	1,500	1,000	1,000
BVPS (đồng)	18,768	19,162	21,072	23,529	26,132
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.68	8.13	4.23	3.46	2.81
P/E ĐC (lần)	16.3	14.8	8.99	8.87	8.51
Lợi suất cổ tức (%)	5.87	5.87	4.41	2.94	2.94
P/B (lần)	1.81	1.78	1.62	1.45	1.30
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(74.3)	10.2	64.1	1.36	4.23
ROAE (%)	10.8	12.2	18.8	17.2	16.1

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

Nâng khuyến nghị lên Mua vào trên cơ sở định giá

HSC giảm 12,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng gần như giữ nguyên dự báo cho các năm 2026-2027 vì chúng tôi cho rằng điều kiện ngành và thị trường trong 2 năm tới vẫn tích cực, với chi phí đầu vào giảm và giá bán đầu ra duy trì ở mức cao. Để phản ánh việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026, HSC duy trì giá mục tiêu 47.800đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (16%) so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,6 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DCM lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá 40%.

Đánh giá KQKD Q3/2025: Tăng trưởng mạnh nhưng thấp hơn dự báo

DCM ghi nhận KQKD Q3/2025 tích cực với lợi nhuận thuần tăng 172,2% so với cùng kỳ đạt 328 tỷ đồng trên doanh thu thuần 2.988 tỷ đồng (tăng 13,4% so với cùng kỳ). Dù doanh thu nhìn chung sát với dự báo của HSC nhưng lợi nhuận thuần lại thấp hơn 31% dự báo của chúng tôi ở mức 480 tỷ đồng, nhiều khả năng do tỷ trọng phân bón nhập khẩu (có tỷ suất lợi nhuận thấp) cao hơn dự kiến (kéo giảm tỷ suất lợi nhuận gộp) và khoản hoàn thuế GTGT chỉ đạt 50 tỷ đồng (thấp hơn dự báo của chúng tôi là 100 tỷ đồng).

Dù thấp hơn kỳ vọng của HSC, tỷ suất lợi nhuận gộp chung trong quý vẫn cải thiện mạnh lên 22% so với mức 14,2% trong Q3/2024, chủ yếu nhờ giá khí đầu vào giảm 11,3% so với cùng kỳ xuống mức ước tính 8,52 USD/mmbtu trong Q3/2025 (từ mức 9,61 USD/mmbtu trong Q3/2024). Giá khí đầu vào giảm được hỗ trợ bởi giá dầu Brent và dầu nhiên liệu giảm lần lượt 13,5% và 11,8% so với cùng kỳ, cùng với việc áp dụng hoàn thuế GTGT 10% đối với chi phí khí đầu vào từ Q3/2025.

Xét theo từng mảng, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng urê tăng mạnh lên 41% so với mức 20,6% trong Q3/2024, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp mảng NPK giảm xuống 22,6% từ mức 27,4%. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng phân bón nhập khẩu giảm xuống 5,5% từ mức 14,7% trong Q3/2024. Chúng tôi ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp của phân bón nhập khẩu biến động mạnh theo quý và theo năm, chủ yếu do biến động giá nhập khẩu và thay đổi nhà cung cấp theo từng thời điểm.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 1.544 tỷ đồng, tăng 49,2% so với cùng kỳ trên doanh thu thuần 12.432 tỷ đồng (tăng 34,5% so với cùng kỳ), chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 22,1% so với mức 18,3% trong 9 tháng đầu năm 2024. Doanh thu thuần đạt 73,7% dự báo cả năm 2025 (trước công bố KQKD 9T25) của HSC, sát với dự báo, trong khi lợi nhuận thuần chỉ đạt 67,4%, thấp hơn 10% so với dự báo của chúng tôi.

Bảng 5: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, DCM

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q3/2025 tăng lên 22% (so với 14,2% trong Q3/2024) nhờ giá năng lượng giảm và được hoàn thuế VAT

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	2025 HSCF (cũ)	% 2025 HSCF (cũ)
Doanh thu thuần	2,634	2,988	13.4%	9,242	12,432	34.5%	16,864	73.7%
Giá vốn hàng bán	-2,260	-2,331	3.2%	-7,547	-9,650	27.9%		
Lợi nhuận gộp	375	657	75.2%	1,694	2,783	64.2%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.2%	22.0%		18.3%	22.4%			
Lợi nhuận HĐ tài chính	25	101	298.0%	246	270	9.6%		
Chi phí QL&BH	-276	-378	37.1%	-1,020	-1,333	30.8%		
Chi phí QL&BH / doanh thu	10.5%	12.7%		11.0%	10.7%			
Lợi nhuận HĐKD cốt lõi	124	379	205.7%	921	1,719	86.7%		
Lợi nhuận khác	8	0		191	1	-99.3%		
LNTT	132	379	187.8%	1,112	1,721	54.7%		
Lợi nhuận thuần	120	328	172.2%	1,035	1,525	47.4%	2,291	67.4%

Nguồn: DCM, HSC ước tính

Bảng 6: Cơ cấu doanh thu Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025 theo sản lượng & giá bán bình quân, DCM

Doanh thu mảng NPK giảm mạnh cả về sản lượng & giá bán, trong khi sản lượng tiêu thụ phân bón nhập khẩu tăng 45,7% so với cùng kỳ và doanh thu urê vẫn vững chắc nhờ xuất khẩu tăng mạnh (tăng 72,7% so với cùng kỳ)

	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Sản lượng tiêu thụ (tấn)						
Urê	127,850	138,890	8.6%	581,300	596,940	2.7%
NPK	59,401	42,173	-29.0%	156,140	235,604	50.9%
Phân bón nhập khẩu	79,360	81,200	2.3%	175,000	267,090	52.6%
Giá bán bình quân (đồng/kg)						
Urê	9.8	9.9	1.6%	9.5	10.5	10.1%
NPK	12.3	11.4	-7.1%	15.9	16.8	5.3%
Phân bón nhập khẩu	9.5	13.9	45.7%	8.8	11.6	32.1%

Nguồn: DCM

Dự báo lợi nhuận mới

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Sau khi xem xét KQKD 9 tháng đầu năm 2025 và các xu hướng cơ bản của DCM, HSC điều chỉnh giảm 12,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 2.006 tỷ đồng (tăng trưởng 41,3%) trong khi gần như giữ nguyên dự báo doanh thu. Theo đó, doanh thu thuần Q4/2025 đạt 4.356 tỷ đồng (tăng 3,4% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 481 tỷ đồng (tăng 70,3% so với cùng kỳ).

Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 2.033 tỷ đồng, tăng 1,4% so với cùng kỳ từ mức nền cao hiện tại. Lợi nhuận thuần năm 2027 dự báo đạt 2.119 tỷ đồng (tăng trưởng 4,2%). Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 14,3%.

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận đã điều chỉnh, DCM

Lợi nhuận thuần của DCM dự kiến sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 14,3%

Tỷ đồng	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Doanh thu	16,864	16,788	-0.4%	24.8%	15,706	15,580	-0.8%	-7.2%	15,819	15,922	0.6%	2.2%
Lợi nhuận thuần	2,291	2,006	-12.4%	41.3%	2,027	2,033	0.3%	1.4%	2,036	2,119	4.1%	4.2%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Giá định bán hàng và chi phí đầu vào cũ và mới, DCM

HSC điều chỉnh giảm bình quân 8,7% dự báo chi phí khí trong giai đoạn 2025-27 dựa trên các phân tích về năng lượng gần đây, nhưng đồng thời điều chỉnh giá định về sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân (dựa trên kết quả thực hiện trong 9T25)

	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	
Dầu Brent (USD/thùng)	69.3	67.9	-2.0%	-15.6%	67.5	51.8	-23.3%	-23.8%	67.5	51.8	-23.3%	
MFO (USD/tấn)	448.3	429.7	-4.1%	-8.8%	440.3	312.2	-29.1%	-27.3%	440.3	312.2	-29.1%	
Chi phí khí (USD/mmbtu)	8.4	8.6	2.6%	-10.2%	7.9	6.8	-14.4%	-21.6%	7.9	6.8	-14.4%	
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)												
Urê	880,000	830,000	-5.7%	-7.3%	880,000	880,000	0.0%	6.0%	880,000	880,000	0.0%	
NPK	310,000	310,000	0.0%	15.5%	330,000	330,000	0.0%	6.5%	360,000	360,000	0.0%	
Phân bón nhập khẩu	280,000	320,000	14.3%	25.8%	250,000	320,000	28.0%	0.0%	280,000	320,000	14.3%	
Giá bán bình quân (đồng/kg)												
Urê	10.9	10.4	-4.9%	12.6%	10.3	9.4	-8.7%	-9.3%	11.3	9.4	-16.8%	
NPK	11.7	11.7	0.0%	12.4%	11.3	11.4	0.8%	-2.7%	9.4	11.4	21.1%	
Phân bón nhập khẩu	10.4	12.0	15.1%	18.3%	9.4	11.1	18.0%	-7.3%	8.3	11.1	33.6%	

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 47.800đ, mặc dù có một số điều chỉnh nhỏ trong dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và lùi thời điểm định giá thêm

6 tháng đến cuối năm 2026. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DCM lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá 40%.

HSC giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% , và beta 1,2; theo đó, giả định WACC duy trì ở mức 14,1%. Chúng tôi cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 9: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DCM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,913	1,951	2,040	1,907	1,829	1,642
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,913	1,951	2,040	1,907	1,829	1,642
Cộng: Khấu hao	409	417	427	435	444	453
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(253)	(256)	(260)	(264)	(268)	(272)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(13)	190	(297)	(251)	(36)	(422)
UFCF	2,056	2,301	1,910	1,828	1,969	1,401

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán WACC, DCM

Tính toán WACC	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta (lần)	1.2
Chi phí vốn CSH	14.7%
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	14.1%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán DCF, DCM

Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối 2026)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	7,631
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	7,827
Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	15,458
Cộng: Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	10,825
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(986)
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	25,297
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	529
Giá trị hợp lý	Đồng/cp	47,800

Nguồn: HSC

Bảng 12: 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					
		3.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	48,300	48,300	49,100	49,900	50,900	51,900
	3.5%	47,300	47,300	48,000	48,800	49,700	50,600
	4.0%	46,400	46,400	47,100	47,800	48,600	49,400
	4.5%	45,600	45,600	46,200	46,900	47,500	48,300
	5.0%	44,900	44,900	45,400	46,000	46,600	47,300

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (16%) so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,6 lần.

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM

DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,9 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi)...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DCM

...thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (16%) so với giá trị bình quân quá khứ là 10,6 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	12,571	13,456	16,788	15,580	15,922
Lợi nhuận gộp	2,032	2,513	3,691	3,602	3,729
Chi phí BH&QL	(1,349)	(1,495)	(1,778)	(1,651)	(1,689)
Thu nhập khác	22.5	1.12	1.76	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	705	1,019	1,915	1,951	2,040
Lãi vay thuần	550	305	360	334	342
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,255	1,324	2,275	2,285	2,382
Chi phí thuế TNDN	(145)	(94.1)	(257)	(240)	(250)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.25)	(8.35)	(12.1)	(12.3)	(12.8)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,109	1,222	2,006	2,033	2,119
Lợi nhuận thuần ĐC	1,109	1,222	2,006	2,033	2,119
EBITDA ĐC	1,788	1,287	2,323	2,368	2,467
EPS (đồng)	2,095	2,308	3,789	3,841	4,003
EPS ĐC (đồng)	2,095	2,308	3,789	3,841	4,003
DPS (đồng)	2,000	2,000	1,500	1,000	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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,284	1,903	1,420	2,308	2,717
Đầu tư ngắn hạn	8,242	7,039	7,743	8,517	9,369
Phải thu khách hàng	366	529	477	535	580
Hàng tồn kho	2,161	2,950	3,047	2,824	2,998
Các tài sản ngắn hạn khác	452	500	478	499	503
Tổng tài sản ngắn hạn	13,504	12,921	13,165	14,682	16,167
TSCĐ hữu hình	1,338	2,172	2,018	1,860	1,698
TSCĐ vô hình	350	364	362	360	356
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	45.1	272	213	144	182
Tổng tài sản dài hạn	1,733	2,808	2,593	2,364	2,236
Tổng cộng tài sản	15,238	15,729	15,757	17,047	18,402
Nợ ngắn hạn	846	1,229	929	929	929
Phả trả người bán	1,989	1,612	1,496	1,566	1,482
Nợ ngắn hạn khác	1,585	1,556	1,028	929	944
Tổng nợ ngắn hạn	4,517	4,681	3,680	3,666	3,631
Nợ dài hạn	2.96	120	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	754	751	877	867	867
Tổng nợ dài hạn	757	871	877	867	867
Tổng nợ phải trả	5,275	5,552	4,557	4,533	4,498
Vốn chủ sở hữu	9,936	10,144	11,156	12,456	13,834
Lợi ích cổ đông thiểu số	27.6	32.8	44.9	57.2	70.0
Tổng vốn chủ sở hữu	9,963	10,177	11,201	12,513	13,904
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,238	15,729	15,757	17,047	18,402
BVPS (đ)	18,768	19,162	21,072	23,529	26,132
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(1,436)	(554)	(490)	(1,379)	(1,787)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	705	1,019	1,915	1,951	2,040
Khấu hao	(1,083)	(268)	(409)	(417)	(427)
Lãi vay thuần	550	305	360	334	342
Thuế TNDN đã nộp	(145)	(94.1)	(257)	(240)	(250)
Thay đổi vốn lưu động	963	(912)	(12.9)	190	(297)
Khác	(844)	(509)	(527)	(465)	(431)
LCT thuần từ HĐKD	2,313	77.5	1,887	2,187	1,831
Đầu tư TS dài hạn	(544)	(791)	(253)	(256)	(260)
Góp vốn & đầu tư	(13,920)	(14,041)	(704)	(774)	(852)
Thanh lý	0	4.09	0	0	0
Khác	11,021	14,786	463	430	439
LCT thuần từ HĐĐT	(3,443)	(41.6)	(493)	(601)	(673)
Cổ tức trả cho CSH	(1,590)	(1,059)	(794)	(529)	(529)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	836	437	(1,083)	(168)	(220)
Khác	0	(2.91)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(754)	(625)	(1,877)	(698)	(750)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,126	2,284	1,903	1,420	2,308
LCT thuần trong kỳ	(1,884)	(589)	(484)	888	409
Ảnh hưởng của tỷ giá	2,043	208	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,284	1,903	1,420	2,308	2,717
Dòng tiền tự do	1,769	(714)	1,634	1,930	1,570

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	16.2	18.7	22.0	23.1	23.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.2	9.57	13.8	15.2	15.5
Tỷ suất LNT (%)	8.82	9.08	11.9	13.1	13.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	11.5	7.10	11.3	10.5	10.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	(21.1)	7.04	24.8	(7.20)	2.19
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(68.9)	(28.0)	80.5	1.91	4.20
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(74.3)	10.2	64.1	1.36	4.23
Tăng trưởng EPS (%)	(74.3)	10.2	64.1	1.36	4.23
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(74.3)	10.2	64.1	1.36	4.23
Tăng trưởng DPS (%)	(33.3)	0	(25.0)	(33.3)	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	95.5	86.6	39.6	26.0	25.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	10.8	12.2	18.8	17.2	16.1
ROACE (%)	6.41	9.36	16.6	15.3	14.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.85	0.87	1.07	0.95	0.90
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	3.28	0.08	0.99	1.12	0.90
Số ngày tồn kho	74.8	98.4	84.9	86.0	89.8
Số ngày phải thu	12.7	17.6	13.3	16.3	17.3
Số ngày phải trả	68.9	53.8	41.7	47.7	44.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(14.2)	(3.17)	(3.10)	(9.91)	(11.6)
Nợ/tài sản (%)	5.72	10.1	6.82	6.30	6.07
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.49	1.23	0.46	0.45	0.45
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.99	2.76	3.58	4.00	4.45
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.67	0.78	0.59	0.53	0.44
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.68	8.13	4.23	3.46	2.81
P/E (lần)	16.3	14.8	8.99	8.87	8.51
P/E ĐC (lần)	16.3	14.8	8.99	8.87	8.51
P/B (lần)	1.81	1.78	1.62	1.45	1.30
Lợi suất cổ tức (%)	5.87	5.87	4.41	2.94	2.94

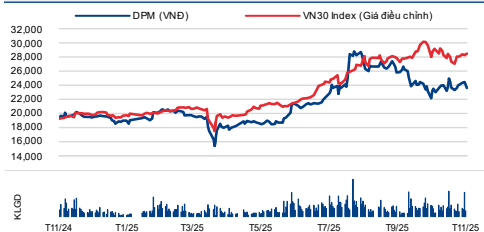
Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (từ Năm giữ)
 Giá mục tiêu: VNĐ30,000 (giữ nguyên)
 Tiềm năng tăng/giảm: 27.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	23,600
Mã Bloomberg	DPM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,411-28,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,160
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	16,048
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	609
Slg CP lưu hành (tr.đv)	680
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	340
Slg CP NN được mua (tr.đv)	156
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	27.0%
Tỷ lệ freefloat	0%
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	1.72	(13.6)	22.4
So với chỉ số	2.58	(14.7)	(17.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,680	1,582	6.2
2026F	1,867	1,736	7.5
2027F	1,898	2,340	(18.9)

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

Chi phí đầu vào giảm giúp hỗ trợ lợi nhuận; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC duy trì giá mục tiêu theo phương pháp DCF ở mức 30.000đ nhưng nâng khuyến nghị đối với DPM lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu giảm gần đây. Tại giá mục tiêu, tiềm năng tăng giá là 27%.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo giai đoạn 2025-2027 sau khi KQKD 9 tháng đầu 2025 nhìn chung sát với dự báo và điều kiện ngành/thị trường trong 2 năm tới không có thay đổi đáng kể. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 33,8% (so với 32,8% trong dự báo trước đó).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,8 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn (12%) so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 14,5 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q3/2025

DPM ghi nhận KQKD Q3/2025 tích cực với lợi nhuận thuần đạt 236 tỷ đồng, tăng 275% so với cùng kỳ và sát dự báo của HSC ở mức 250 tỷ đồng; doanh thu thuần đạt 3.729 tỷ đồng, tăng 21,2% so với cùng kỳ và cao hơn 10% so với dự báo trước kỳ công bố KQKD của chúng tôi.

Tính chung 9 tháng 2025, doanh thu thuần đạt 12.150 tỷ đồng, tăng 27,3% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần tăng lên 844 tỷ đồng, tăng 51,5% so với cùng kỳ. Các kết quả này tương đương 82% và 70,4% dự báo cho cả năm 2025 trước kỳ công bố KQKD của HSC về doanh thu thuần (cao hơn 5% so với dự báo) và lợi nhuận thuần (sát dự báo).

Tác động: Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 gần như không đổi

Dựa trên KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2025 và quan điểm không đổi của HSC về triển vọng ngành và thị trường trong 2 năm tới (giá khí đầu vào giảm, tác động hoàn thuế GTGT được phản ánh trọn năm và giá ure giảm nhẹ), chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 1.142 tỷ đồng, tăng trưởng 112%; theo đó, lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 298 tỷ đồng, tăng 725% so với cùng kỳ. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 11% năm 2026 đạt 1.270 tỷ đồng sau đó tăng trưởng 2% năm 2027 đạt 1.290 tỷ đồng.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 33,8%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13,5% trong 3 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,8 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn (12%) so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 14,5 lần - mức định giá mà HSC cho là hấp dẫn so với triển vọng. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DPM lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 27% tại giá mục tiêu không đổi 30.000đ.

DPM duy trì vị thế dẫn đầu trên thị trường ure nội địa, được hỗ trợ bởi dòng tiền HĐKD mạnh (>1.000 tỷ đồng/năm) và vị thế tiền mặt thuần vững chắc (>6.000 tỷ đồng; khoảng 9.000đ/cổ phiếu). Điều này giúp Công ty ghi nhận doanh thu HĐ tài chính cao hơn trong bối cảnh lãi suất tăng. Dù USD mạnh lên có thể làm tăng chi phí sản xuất do DPM mua khí đầu vào theo giá USD nhưng tác động này được giảm đáng kể nhờ chính sách hoàn thuế GTGT đầu vào và giá khí dự kiến giảm trong giai đoạn dự báo.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	705	756	1,747	1,806	1,845
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	519	538	1,142	1,270	1,290
EPS ĐC (đồng)	764	791	1,680	1,867	1,898
DPS (đồng)	2,000	1,500	1,200	1,500 ▲	1,500
BVPS (đồng)	16,978	16,441	17,344	17,642	17,971
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.6	12.1	5.48	5.38	5.43
P/E ĐC (lần)	30.9	29.8	14.0	12.6	12.4
Lợi suất cổ tức (%)	8.47	6.36	5.08	6.36	6.36
P/B (lần)	1.39	1.44	1.36	1.34	1.31
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(90.7)	3.52	112	11.1	1.64
ROAE (%)	4.06	4.73	9.94	10.7	10.7

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

Nâng khuyến nghị lên Mua vào sau nhịp điều chỉnh gần đây

HSC gần như giữ nguyên dự báo giai đoạn 2025-2027 sau khi KQKD Q3/2025 nhìn chung sát với dự báo và không có thay đổi đáng kể trong triển vọng thị trường (chi phí đầu vào giảm và giá bán đầu ra tiếp tục ở mức cao). Dựa trên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 đã cập nhật (nhưng nhìn chung không thay đổi) và việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026, HSC duy trì giá mục tiêu ở mức không đổi là 30.000đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm 13,5% trong 3 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,8 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn (12%) so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 14,5 lần. HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 27% tại giá mục tiêu.

Đánh giá KQKD Q3/2025: Tăng trưởng mạnh nhưng sát dự báo

DPM đã công bố KQKD Q3/2025 tích cực. Lợi nhuận thuần đạt 236 tỷ đồng, tăng 275,3% so với cùng kỳ và sát với dự báo của HSC ở mức 250 tỷ đồng; doanh thu thuần đạt 3.729 tỷ đồng, tăng 21,2% so với cùng kỳ và cao hơn 12% so với dự báo của chúng tôi ở mức 3.336 tỷ đồng

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần tăng 27,3% so với cùng kỳ đạt 12.150 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng 51,5% đạt 844 tỷ đồng, đạt lần lượt 82% dự báo doanh thu cả năm và 70,4% dự báo lợi nhuận thuần cả năm của HSC trước kỳ công bố KQKD. Doanh thu thuần vượt 5% dự báo trong khi lợi nhuận thuần nhìn chung sát dự báo.

Bảng 15: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, DPM

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhờ giá năng lượng giảm và được hoàn thuế VAT, từ đó giúp bù đắp cho sự sụt giảm của doanh thu HĐ tài chính trong Q3/2025

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	2025 HSCF (cũ)	% 2025 HSCF (cũ)
Doanh thu thuần	3,077	3,729	21.2%	10,332	13,150	27.3%	15,555	82.0%
Giá vốn hàng bán	-2,718	-3,010	10.7%	-8,827	-10,880	23.3%		
Lợi nhuận gộp	359	719	100.3%	1,505	2,270	50.8%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11.7%	19.3%	65.3%	14.6%	17.3%	18.5%		
Lợi nhuận HĐ tài chính	133	72	-45.9%	205	135	-34.3%		
Lợi nhuận/lỗ từ các công ty LD, LK	0	0		1	1			
Chi phí QL&BH	-399	-440	10.5%	-1,041	-1,305	25.4%		
Chi phí QL&BH / doanh thu	13.0%	11.8%	-8.9%	10.1%	9.9%	-1.5%		
Lợi nhuận HĐKD cốt lõi	93	350	275.2%	670	1,101	64.3%		
Lợi nhuận khác	1	3	127.4%	3	7	151.6%		
LNTT	95	353	273.2%	673	1,108	64.6%		
Lợi nhuận thuần	63	236	275.3%	558	844	51.4%	1,199	70.4%

Nguồn DPM, HSC ước tính

Bảng 16: Cơ cấu doanh thu Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025 theo sản lượng & giá bán bình quân, DPM

Giá bán bình quân của toàn bộ các mảng sản phẩm chính đều tăng vững chắc

	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Sản lượng tiêu thụ (tấn)						
Urê	203,969	168,158	-17.6%	705,000	670,383	-4.9%
NH3	9,638	13,147	36.4%	42,000	44,159	5.1%
NPK	39,961	30,901	-22.7%	127,000	156,076	22.9%
Thương mại	49,925	69,714	39.6%	163,000	298,307	83.0%
Giá bán bình quân (đồng/kg)						
Urê	9.7	12.0	24%	9.6	11.0	14%
NH3	10.4	10.3	-0.7%	10.4	10.8	4.0%
NPK	12.2	12.7	4.1%	11.8	11.8	0.0%
Thương mại	8.8	10.5	18.8%	8.5	9.4	10.6%

Nguồn: DPM

Dự báo lợi nhuận mới

Kế hoạch bảo trì được dời sang Q1/2026

Theo thông tin mới nhất từ DPM, đợt bảo trì tổng thể lần thứ 12 sẽ diễn ra muộn hơn so với kế hoạch ban đầu, kéo dài từ cuối tháng 12 sang tháng 1/2026 do thiết bị nhập khẩu về chậm hơn dự kiến. Đợt bảo trì này dự kiến kéo dài khoảng 38 ngày. Theo đó, HSC đã điều chỉnh giảm nhẹ dự báo sản lượng tiêu thụ urê trong các năm 2025-2026.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Sau khi xem xét KQKD 9 tháng đầu năm 2025 và các xu hướng cơ bản của DPM, HSC tăng 5,2% dự báo doanh thu thuần năm 2025 lên 16.366 tỷ đồng (tăng trưởng 21,3%), nhưng giảm 4,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 1.142 tỷ đồng (tăng trưởng 112,4%) do đợt mưa lũ nghiêm trọng tại Nam Trung Bộ và Tây Nguyên trong tháng 10-11 nhiều khả năng sẽ làm chậm vụ mùa sang năm sau. Theo dự báo mới cho năm 2025, doanh thu thuần Q4/2025 đạt 3.216 tỷ đồng (tăng 2% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 298 tỷ đồng (tăng gấp 7,3 lần so với cùng kỳ).

Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 ở mức 1.270 tỷ đồng (tăng trưởng 11%), trong khi dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 đạt 1.290 tỷ đồng (tăng trưởng 1,6%). Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 32,8%.

Bảng 17: Dự báo lợi nhuận đã điều chỉnh, DPM

Dựa trên kết quả thực hiện trong 9 tháng đầu năm 2025, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 8% dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2025-2027 nhưng giữ nguyên phần lớn dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Doanh thu	15,555	16,366	5.2%	21.3%	14,252	15,557	9.2%	-4.9%	14,252	15,661	9.9%	0.7%
Lợi nhuận thuần	1,199	1,142	-4.7%	112.4%	1,289	1,270	-1.5%	11.1%	1,261	1,290	2.3%	1.6%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Giá định bán hàng cũ và mới, DPM

HSC giảm bình quân 6,8% giá định chỉ phí khí và giảm nhẹ giá định giá bán bình quân dựa trên triển vọng toàn cầu; giá định sản lượng tiêu thụ urê & NH3 năm 2026 cũng được điều chỉnh giảm do việc bảo dưỡng sẽ rời sang Q1/2026

	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Dầu Brent (USD/thùng)	69.3	67.9	-2.0%	-15.6%	67.5	51.8	-23.3%	-23.8%	67.5	51.8	-23.3%	0.0%
MFO (USD/tấn)	448.3	428.4	-4.4%	-9.0%	440.3	312.2	-29.1%	-27.1%	440.3	312.2	-29.1%	0.0%
Chi phí khí (USD/ mmbtu)	10.0	9.9	-0.6%	-8.6%	9.5	9.0	-5.7%	-9.9%	9.5	9.0	-5.7%	0.0%
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)												
Urê	880	860	-2.3%	-4.3%	880	870	-1.1%	1.2%	880	880	0.0%	1.1%
Ammonia	65	63	-3.1%	-3.6%	65	63	-3.1%	0.0%	65	65	0.0%	3.2%
NPK	180	190	5.6%	29.1%	200	200	0.0%	5.3%	200	200	0.0%	0.0%
Phân bón nhập khẩu	320	340	6.3%	48.0%	280	340	21.4%	0.0%	280	340	21.4%	0.0%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)												
Urê	10.9	11.1	1.6%	14.8%	9.9	10.4	5.3%	-5.9%	9.9	10.4	5.3%	0.0%
Ammonia	9.4	10.0	6.8%	2.0%	8.8	8.8	0.3%	-12.1%	8.8	8.8	0.3%	0.0%
NPK	11.5	11.8	2.7%	0.3%	11.3	11.8	4.6%	0.1%	11.3	11.8	4.6%	0.0%
Phân bón nhập khẩu	9.2	9.6	3.8%	19.0%	9.4	10.2	8.1%	6.4%	9.4	10.2	8.1%	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 19: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DPM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,302	1,355	1,381	1,324	1,236	1,144
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,302	1,355	1,381	1,324	1,236	1,144
Cộng: Khấu hao	436	451	465	479	494	510
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(565)	(466)	(515)	(517)	(545)	(567)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(338)	(107)	(253)	(359)	149	402
UFCF	835	1,233	1,078	927	1,334	1,489

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 30.000đ, dù có một số điều chỉnh nhỏ trong dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DPM lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 27% tại giá mục tiêu.

HSC giữ nguyên giả định WACC ở mức 13%, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và beta 1 (không đổi). Chúng tôi cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Các tính toán và giả định định giá được trình bày trong Bảng 19-21. 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 22.

Bảng 20: Tính toán WACC, DPM

Tính toán WACC	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta (lần)	1.1
Chi phí vốn CSH	13.6%
Lãi suất bình quân	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	17.2%
Chi phí nợ sau thuế	3.7%
Tỷ trọng nợ	95.0%
WACC	13.1%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Tính toán DCF, DPM

Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối 2026)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	4,806
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	9,270
Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	14,076
Cộng: Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	9,991
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(3,657)
Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	20,410
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	680
Giá trị hợp lý	Đồng/cp	30,000

Nguồn: HSC

Bảng 22: 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%	30,400	31,200	32,000	33,000	35,300	
	3.5%	29,500	30,200	31,000	31,800	33,800	
	4.0%	28,700	29,300	30,000	30,800	32,600	
	4.5%	27,900	28,500	29,100	29,800	31,400	
	5.0%	27,200	27,700	28,300	28,900	30,400	

Nguồn: HSC

Biểu đồ 23: P/E trượt dự phóng 1 năm, DPM

DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi) ...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 24: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DPM

...thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 14,5 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13,5% trong 3 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 12,8 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn (12%) so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 14,5 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	13,569	13,496	16,366	15,557	15,661
Lợi nhuận gộp	1,652	1,898	3,042	2,902	2,938
Chi phí BH&QL	(1,351)	(1,540)	(1,741)	(1,547)	(1,557)
Thu nhập khác	0.94	4.46	9.25	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	302	363	1,311	1,355	1,381
Lãi vay thuần	386	304	180	214	214
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.66	2.65	3.11	3.27	3.43
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	691	669	1,494	1,572	1,598
Chi phí thuế TNDN	(161)	(115)	(327)	(270)	(275)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(10.4)	(16.5)	(24.9)	(32.6)	(33.1)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	519	538	1,142	1,270	1,290
Lợi nhuận thuần ĐC	519	538	1,142	1,270	1,290
EBITDA ĐC	705	756	1,747	1,806	1,845
EPS (đồng)	764	791	2,343	1,867	1,898
EPS ĐC (đồng)	764	791	1,680	1,867	1,898
DPS (đồng)	2,000	1,500	1,200	1,500	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	680	680	488	680	680
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	680	680	680	680	680
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	680	680	680	680	680

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,242	1,005	635	527	260
Đầu tư ngắn hạn	5,385	9,464	9,464	9,464	9,464
Phải thu khách hàng	642	653	482	509	577
Hàng tồn kho	1,911	1,731	2,331	2,530	3,053
Các tài sản ngắn hạn khác	385	367	708	677	587
Tổng tài sản ngắn hạn	9,565	13,220	13,620	13,707	13,941
TSCĐ hữu hình	2,416	1,942	2,044	2,151	2,263
TSCĐ vô hình	834	859	857	793	728
Bất động sản đầu tư	190	181	171	161	152
Đầu tư dài hạn	3.60	3.60	20.5	20.5	20.5
Đầu tư vào Cty LD,LK	29.8	30.6	30.6	30.6	30.6
Tài sản dài hạn khác	271	317	354	337	348
Tổng tài sản dài hạn	3,744	3,333	3,477	3,492	3,543
Tổng cộng tài sản	13,309	16,552	17,096	17,200	17,483
Nợ ngắn hạn	0	3,422	3,422	3,422	3,422
Phả trả người bán	768	691	909	811	814
Nợ ngắn hạn khác	586	811	574	505	518
Tổng nợ ngắn hạn	1,484	5,199	5,134	4,994	5,046
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	133	133	133	133	133
Nợ dài hạn khác	44.8	41.2	35.9	76.2	84.7
Tổng nợ dài hạn	177	174	168	209	217
Tổng nợ phải trả	1,764	5,372	5,302	5,203	5,263
Vốn chủ sở hữu	11,545	11,180	11,794	11,997	12,220
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	11,545	11,180	11,794	11,997	12,220
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,309	16,552	17,096	17,200	17,483
BVPS (đ)	16,978	16,441	17,344	17,642	17,971
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(1,242)	2,417	2,787	2,895	3,162

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	302	363	1,311	1,355	1,381
Khấu hao	(403)	(394)	(436)	(451)	(465)
Lãi vay thuần	386	304	180	214	214
Thuế TNDN đã nộp	(161)	(115)	(327)	(270)	(275)
Thay đổi vốn lưu động	1,269	188	(518)	(294)	(440)
Khác	(1,255)	(186)	(38.4)	(172)	(261)
LCT thuần từ HĐKD	945	948	1,044	1,283	1,083
Đầu tư TS dài hạn	(241)	(85.5)	(565)	(466)	(515)
Góp vốn & đầu tư	(9,615)	(17,258)	(16.9)	0	0
Thanh lý	0.91	0.52	0	0	0
Khác	11,531	13,535	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	1,676	(3,808)	(581)	(466)	(515)
Cổ tức trả cho CSH	(2,755)	(801)	(587)	(816)	(1,020)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(707)	3,422	(246)	(108)	185
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(3,463)	2,621	(833)	(924)	(835)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,084	1,242	1,005	635	527
LCT thuần trong kỳ	(842)	(240)	(370)	(107)	(267)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.64)	3.18	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,242	1,005	635	527	260
Dòng tiền tự do	704	862	480	817	568

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	12.2	14.1	18.6	18.7	18.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.20	5.60	10.7	11.6	11.8
Tỷ suất LNT (%)	3.83	3.98	6.98	8.16	8.24
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.3	17.2	21.9	17.2	17.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(27.2)	(0.54)	21.3	(4.94)	0.67
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(89.7)	7.26	131	3.35	2.19
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(90.7)	3.52	112	11.1	1.64
Tăng trưởng EPS (%)	(90.7)	3.52	196	(20.3)	1.64
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(90.7)	3.52	112	11.1	1.64
Tăng trưởng DPS (%)	(71.4)	(25.0)	(20.0)	25.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	262	190	51.2	80.3	79.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.06	4.73	9.94	10.7	10.7
ROACE (%)	2.28	3.13	11.2	11.2	11.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.88	0.90	0.97	0.91	0.90
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	3.13	2.61	0.80	0.95	0.78
Số ngày tồn kho	58.5	54.5	63.9	73.0	87.6
Số ngày phải thu	19.7	20.6	13.2	14.7	16.6
Số ngày phải trả	23.5	21.7	24.9	23.4	23.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(9.68)	23.6	25.0	25.6	27.5
Nợ/tài sản (%)	0.93	22.0	20.9	20.9	20.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.18	4.81	2.05	2.00	1.96
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.44	2.54	2.65	2.74	2.76
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.71	0.68	0.58	0.62	0.64
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.6	12.1	5.48	5.38	5.43
P/E (lần)	30.9	29.8	10.1	12.6	12.4
P/E ĐC (lần)	30.9	29.8	14.0	12.6	12.4
P/B (lần)	1.39	1.44	1.36	1.34	1.31
Lợi suất cổ tức (%)	8.47	6.36	5.08	6.36	6.36

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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