

## Các doanh nghiệp sản xuất urê: Mặt bằng giá và chi phí thuận lợi

**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

- Nhu cầu phân bón vẫn vững chắc bất chấp tình hình kinh tế biến động vì đây là nguồn vật liệu đầu vào thiết yếu cho hoạt động sản xuất lương thực. Yếu tố này hỗ trợ duy trì giá urê ở mức cao trong cả năm 2025, dự kiến chỉ giảm nhẹ trong năm 2026-2027.
- HSC giữ dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 gần như không đổi cho DCM và DPM, với lợi nhuận của DPM được dự báo tăng trưởng mạnh 75% trong khi lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của DCM dự kiến tăng trưởng 24,7%. Cả hai công ty đều hưởng lợi từ giá urê vững chắc, chi phí đầu vào thấp nhờ khấu trừ thuế GTGT đầu vào từ nửa cuối năm 2025, cũng như triển vọng giá dầu Brent giảm.
- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với DCM với tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới là 37.100đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DPM với tiềm năng tăng giá 7% tại giá mục tiêu mới là 35.900đ – mặc dù được điều chỉnh giảm lần lượt 15,5% và 12,9% do thay đổi giả định WACC.

### Giá urê vững chắc nhờ nhu cầu ổn định

Phân bón đóng vai trò thiết yếu trong hoạt động sản xuất lương thực trên toàn cầu, đặc biệt là các loại cây lương thực như lúa, ngô, đậu nành và rau củ. Nhu cầu phân bón có xu hướng ổn định bất chấp tình hình kinh tế bất ổn.

Giá urê toàn cầu Q1/2025 tăng 8,5% so với cùng kỳ do giá khí tự nhiên tăng mạnh ở châu Âu cũng như nhu cầu phục vụ sản xuất nông nghiệp tăng mạnh trước mùa gieo trồng. Với nguồn cung hạn hẹp ở châu Âu và nhu cầu nhập khẩu cao từ Ấn Độ và Brazil – được dự báo lần lượt khoảng 6-7 triệu tấn và 8-8,5 triệu tấn – giá urê dự kiến sẽ vững chắc trong năm 2025, mang lại triển vọng lợi nhuận tích cực cho các nhà sản xuất như phân bón như DPM và DCM.

### Chi phí đầu vào giảm, hỗ trợ lợi nhuận

DCM và DPM sử dụng khí tự nhiên từ các mỏ dầu ngoài khơi Việt Nam, với công thức giá được xác định theo giá dầu nhiên liệu và dầu Brent. Với cấu trúc giá này, DCM và DPM hưởng lợi từ giá dầu Brent giảm trong những giai đoạn kinh tế suy thoái, giúp giảm chi phí sản xuất.

Từ tháng 7/2025, cả hai công ty dự kiến sẽ hưởng lợi từ việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào đối với các nguyên liệu đầu vào chính, giúp giảm bớt áp lực chi phí và có khả năng sẽ thúc đẩy lợi nhuận khi chi phí đầu vào chung giảm.

### Khuyến nghị

HSC đa phần giữ dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 gần như không đổi đối với DPM và cả DCM. Đối với DPM, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng 75% đạt 941 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng khiêm tốn 1,6% trong năm 2026 đạt 956 tỷ đồng và cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với 914 tỷ đồng lợi nhuận thuần (giảm 4,4% so với cùng kỳ). Đối với DCM, mặc dù lợi nhuận thuần năm 2025 được dự báo tăng trưởng 3,4% đạt 1.468 tỷ đồng, nhưng lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi được kỳ vọng tăng trưởng 24,7% sau khi loại trừ khoản thu nhập không thường xuyên từ việc mua lại Công ty TNHH Phân bón Hàn - Việt vào năm 2024. Lợi nhuận năm 2026 được dự báo đi ngang ở mức 1.475 tỷ đồng và lợi nhuận năm 2027 dự kiến đạt 1.454 tỷ đồng (giảm 1,4% so với cùng kỳ), phản ánh việc điều chỉnh các giả định về giá dầu nhiên liệu và giá bán urê.

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với DCM với tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới ở mức 37.100đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DPM với tiềm năng tăng giá 7% tại giá mục tiêu mới là 35.900đ – mặc dù chúng tôi giảm lần lượt 15,5% và 12,9% dự báo lợi nhuận sau khi điều chỉnh giả định WACC.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/4.*

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	30,800	Mua vào	Tăng tỷ trọng	37,100	(15.5)	20.5	11.1	11.0	4.69	4.13	4.87	3.25
DPM	33,500	Tăng tỷ trọng	-	35,900	(12.9)	7.16	13.9	13.7	5.26	4.63	5.97	5.97

*Giá cổ phiếu tại ngày 14/4/2025.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

## Mục lục

### Giá ure vững chắc + tác động từ việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào 3

Phân bón: Nhu cầu vững chắc trước các thách thức kinh tế 3

Điều chỉnh dự báo năm 2025-2026, đưa ra dự báo năm 2027 4

Định giá và khuyến nghị 5

### Báo cáo thành phần

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) 6

Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) 11

## Giá urê vững chắc + tác động từ việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào

Bất chấp tình hình kinh tế toàn cầu vẫn còn nhiều biến động do chính sách thuế gần đây của Mỹ, HSC dự báo cả DPM và DCM sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong năm 2025 – tăng trưởng lần lượt 75% và 24,7%. Kết quả này được thúc đẩy bởi giá urê vững chắc, nhờ nhu cầu phân bón ổn định bất chấp biến động kinh tế và tác động tích cực của việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào từ nửa cuối năm 2025. HSC nâng khuyến nghị đối với DCM lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF ở mức 37.100đ (từ 43.900đ trước đó) và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối DPM với tiềm năng tăng giá 7% tại giá mục tiêu mới 35.900đ (từ 41.200đ trước đó).

### Phân bón: Nhu cầu vững chắc trước các thách thức kinh tế

Phân bón là nguyên liệu đầu vào thiết yếu để trồng trọt các loại nông sản, đặc biệt là gạo, ngô, đậu nành, rau, trái cây và các loại cây trồng ăn được khác, nhằm đáp ứng nhu cầu thực phẩm cơ bản của con người và chăn nuôi nhiều loại động vật để lấy thực phẩm. Nhu cầu phân bón vẫn sẽ ở mức cao ổn định bất chấp tình hình kinh tế biến động.

DPM và DCM, hai doanh nghiệp sản xuất phân bón lớn nhất Việt Nam chủ yếu hướng về thị trường nội địa. Hai công ty này ưu tiên tập trung vào thị trường trong nước để duy trì thị phần và chỉ xuất khẩu sản lượng còn lại để tối đa hóa lợi nhuận.

Dựa trên số liệu năm 2024, doanh thu xuất khẩu chỉ đóng góp 11% doanh thu của DPM và 2% lợi nhuận gộp, với thị trường chính là châu Á như Hàn Quốc, Đài Loan, Nhật Bản và Ấn Độ. Đối với DCM, doanh thu xuất khẩu đóng góp 21% tổng doanh thu và 11% lợi nhuận gộp, với thị trường chính cũng là châu Á – chủ yếu là Cambodia, Philippines, Nhật Bản và Myanmar.

Tuy nhiên, HSC tin rằng doanh thu của DCM và DPM sẽ không bị ảnh hưởng từ chính sách thuế của Tổng thống Trump hoặc từ tiềm năng suy thoái kinh tế trong ngắn hạn và dài hạn, nhờ nhu cầu thực phẩm luôn vững chắc.

### Chi phí khí tự nhiên thuận lợi nhờ triển vọng giá dầu Brent thấp

DCM và DPM sử dụng khí tự nhiên từ các mỏ dầu ngoài khơi Việt Nam, với giá được xác định theo giá dầu nhiên liệu (vốn có mối tương quan mật thiết với giá dầu Brent) và giá dầu Brent. Do đó, giá khí đầu vào của DCM và DPM chủ yếu biến động theo giá dầu Brent và có khuynh hướng ổn định trong các giai đoạn biến động mạnh của giá khí đốt ở châu Âu như thời kỳ 2021-2024. DCM và DPM được dự báo sẽ hưởng lợi trong các giai đoạn giá dầu Brent giảm do suy thoái kinh tế.

### Giá urê toàn cầu dự kiến ở mức cao trong năm 2025

Trong Q1/2025, giá urê bình quân tại Trung Đông ở mức 387 USD/tấn, tăng 8,5% so với cùng kỳ và 8% so với quý trước. Giá urê tăng chủ yếu do chi phí đầu vào tăng, đặc biệt là do khí tự nhiên tại châu Âu tăng 64,3% so với cùng kỳ và 7% so với quý trước do gián đoạn nguồn khí đốt từ Nga. Ngoài ra, nhu cầu urê tăng cao theo mùa vụ do chuẩn bị cho mùa vụ mới khi thời tiết ấm lên cũng thúc đẩy nhu cầu urê trong nông nghiệp tăng cao.

Trước áp lực giá khí tự nhiên tăng ở châu Âu do nhu cầu khí hóa lỏng tăng cao trên toàn cầu (đặc biệt từ châu Á), các nhà sản xuất urê châu Âu - vốn đang hoạt động với biên lợi nhuận rất thấp - có thể sẽ đẩy giá urê hoặc ít nhất là giữ giá ổn định như hiện tại.

Về mặt cầu, nhu cầu nhập khẩu của Ấn Độ và Brazil vẫn ở mức rất cao. Sản lượng urê nhập khẩu của Ấn Độ dự kiến đạt 6-7 triệu tấn trong năm 2025, tăng 15%-30% so với cùng kỳ, do các đơn hàng chậm bàn giao từ năm 2024. Sản lượng nhập khẩu của Brazil dự kiến khoảng 8-8,5 triệu tấn, không đổi so với cùng kỳ.

### Giá urê vững chắc + khấu trừ thuế GTGT đầu vào là tín hiệu tốt cho năm 2025-2026

Giá urê trong nước trong Q1/2025 cũng tăng 5% so với cùng kỳ và 5% so với quý trước, theo xu hướng giá trên toàn cầu. HSC kỳ vọng giá bán bình quân trong nước vẫn tiếp tục vững chắc trong năm 2025, nhờ giá tăng mạnh trên toàn cầu.

Lưu ý, từ tháng 7/2025, cả DCM và DPM sẽ được khấu trừ thuế GTGT đối với nguyên vật liệu đầu vào ở mức 10% đối với các nguyên liệu chính – khí tự nhiên (khoảng 245 tỷ đồng đối với DPM và 235 tỷ đồng đối với DCM trong nửa cuối năm 2025, theo ước tính của HSC), 10% đối với điện và các dịch vụ thuế ngoài khác như tiếp thị và chi phí bán hàng, 5% đối với quặng dùng trong sản xuất phân bón và 5% cho chi phí nước sạch, cùng nhiều khoản khác. Do đó, chi phí đầu vào của DCM và DPM được dự báo sẽ giảm, khi việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào đối với khí tự nhiên sẽ bù trừ cho mức tăng của giá dầu nhiên liệu.

### Điều chỉnh dự báo năm 2025-2026, đưa ra dự báo năm 2027

HSC giữ dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 gần như không đổi đối với DPM, theo đó lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng 75% đạt 941 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng khiêm tốn 1,6% trong năm 2026 đạt 956 tỷ đồng do thay đổi các giả định sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, kỳ vọng lợi nhuận giảm nhẹ 4,4% so với cùng kỳ xuống 914 tỷ đồng.

Tương tự, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 đối với DCM. Lợi nhuận thuần năm 2025 dự kiến đạt 1.468 tỷ đồng (tăng trưởng 3,4%), lưu ý rằng lợi nhuận năm 2024 bao gồm thu nhập không thường xuyên từ việc định giá lại thương vụ mua lại Công ty TNHH Phân bón Hàn - Việt. Ngoại trừ khoản này, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi năm 2025 được dự báo tăng trưởng 24,7%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 1.475 tỷ đồng, gần như đi ngang so với cùng kỳ do điều chỉnh các giả định đối với giá dầu nhiên liệu và giá bán bình quân. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng nhẹ 1,4% đạt 1.454 tỷ đồng.

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 1: Dự báo cũ và mới cho năm 2025-2026, DCM và DPM

Nhìn chung, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, theo đó DPM được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 75% & DCM dự kiến tăng trưởng 3,4% (tăng trưởng cốt lõi: 24,7%)

Tỷ đồng	2025F				2026F				2027F	
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Mới	Tăng trưởng
DCM	1,469	1,468	-0.1%	3.4%	1,481	1,475	-0.4%	0.5%	1,454	-1.4%
DPM	969	941	-2.8%	75.1%	1,005	956	-4.9%	1.6%	914	-4.4%

Nguồn: HSC

#### Bảng 2: Giải thích các điều chỉnh đối giá mục tiêu, DCM và DPM

Định giá thay đổi chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh tăng giả định WACC

	Giá mục tiêu			Khuyến nghị			Do điều chỉnh:	
	Mới	Cũ	Điều chỉnh	Mới	Cũ	WACC cập nhật	Lợi nhuận	
DCM	37,100	43,900	-15.5%	Mua vào	Tăng tỷ trọng	-15.0%	-0.5%	
DPM	35,900	41,200	-12.9%	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	-11.9%	-1.0%	

Nguồn: HSC

#### Bảng 3: Tính toán WACC, cũ và mới, DCM và DPM

HSC tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (giả định trước đó là 7,5%) và cập nhật hệ số beta đối với DCM và DPM lần lượt 1,4 và 1,3 lần

	Cũ			Mới		
	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC
DCM	13.0%	4.0%	12.5%	16.6%	4.0%	16.0%
DPM	13.0%	3.5%	12.5%	15.3%	3.5%	14.7%

Nguồn: HSC, Bloomberg

## Định giá và khuyến nghị

### Phương pháp định giá

HSC tổng hợp giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF của hai doanh nghiệp sản xuất urê trong Bảng 1-3, nhằm phản ánh các dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025-2026 và các cập nhật giả định WACC.

### Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua do hoạt động bán tháo của thị trường trong thời gian gần đây, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, sát với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,8 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DCM lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF là 37.100đ (từ 43.900đ trước đó).

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu DCM nhờ có dòng tiền mạnh, dự kiến vượt mức 1.500 tỷ đồng mỗi năm trong 3 năm tới, nhờ doanh thu tăng khi việc mua lại Công ty TNHH Phân bón Hàn - Việt trong thời gian gần đây giúp tăng gấp đôi công suất sản xuất. DCM có hệ số ROE cao, ở mức 12,2% trong năm 2024, dự kiến 14% trong năm 2025 và 12,3% trong năm 2026, cao hơn so với 4,7% trong năm 2024, 8,4% trong năm 2025 và 8,4% trong năm 2026 của DPM. Về hệ số P/E, DCM hiện có định giá thấp hơn công ty cùng ngành DPM. Tại giá mục tiêu mới, DCM có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 13,4 lần và 13,2 lần.

Trong khi đó, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 11,9 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 16,7 lần, sau khi giá cổ phiếu giảm 8,2% trong 1 tháng qua. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DPM với tiềm năng tăng giá 7% tại giá mục tiêu mới 35.900đ (từ 41.200đ trước đó). Tại giá mục tiêu mới, DPM có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 14,9 lần và 14,7 lần, vẫn thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 16,7 lần.

**Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)**

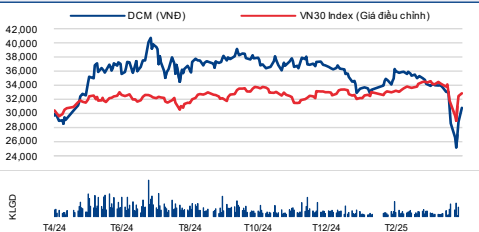
Giá mục tiêu: VNĐ37,100 (từ VNĐ43,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.5%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (14/4/2025)</b>	<b>30,800</b>
Mã Bloomberg	DCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	25,200-40,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	28,850
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	16,306
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	631
Slg CP lưu hành (tr.đv)	529
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
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	(9.28)	(8.33)	(3.26)
So với chỉ số	(5.09)	(10.9)	(6.26)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,785	2,868	(2.9)
2026F	2,797	2,910	(3.9)
2027F	2,758	2,827	(2.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

DCM là công ty sản xuất phân đạm urea hạt 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

**Mua vào; tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới**

- HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào, với tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới sau khi đã giảm 15,5% giá mục tiêu xuống 37.100đ do giá định WACC mới.
- Chúng tôi giữ dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 gần như không đổi, với mức tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi 24,7% cho năm 2025. Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2027 được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR là 9,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,8 lần.

**Sự kiện: Xem xét lại các xu hướng giá đầu vào và đầu ra**

Trong Q1/2025, giá ure toàn cầu tăng 5% so với cùng kỳ và dự kiến duy trì ở mức cao trong cả năm 2025, do nhu cầu dùng trong sản xuất nông nghiệp và cả ứng dụng công nghiệp ở mức cao. Trong khi đó, chi phí đầu vào của DCM được dự báo giảm, dựa trên dự báo giá dầu Brent giảm. Ngoài ra, việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào được dự báo sẽ giúp tiết kiệm một khoản chi phí đáng kể cho các nhà sản xuất phân bón, từ đó thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp.

**Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, đưa ra dự báo năm 2027**

HSC giữ dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 gần như không đổi đối với DCM, với 1.468 tỷ đồng trong năm nay (tăng trưởng 3,4% hoặc tăng trưởng 24,7% nếu loại trừ khoản thu nhập không thường xuyên), 1.475 tỷ đồng trong năm sau (đi ngang so với cùng kỳ) và 1.454 tỷ đồng trong dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2027 (giảm 1,4% so với cùng kỳ). Kết quả hoạt động kinh doanh của DCM được hỗ trợ từ việc doanh thu NPK tăng trưởng nhờ đóng góp doanh thu cả năm từ việc mua lại Nhà máy Phân bón Hàn - Việt và quan trọng hơn là nhờ chi phí đầu vào giảm do khấu trừ thuế GTGT đầu vào có hiệu lực trong nửa cuối năm 2025.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua do thị trường bán tháo khi Tổng thống Trump công bố chính sách thuế quan, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, cao hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 9,8 lần.

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với DCM với tiềm năng tăng giá tại giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF là 37.100đ, sau khi điều chỉnh giảm 15,5% do tăng giả định WACC. Với dòng tiền mạnh hơn 1.500 tỷ đồng trong 3 năm tới cùng với việc doanh số tiếp tục tăng dưỡng do công suất NPK tăng gấp đôi sau khi mua lại Nhà máy Phân bón Hàn - Việt vào giữa năm 2024, cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,788	1,287	1,759 ▼	1,783 ▼	1,762
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,109	1,222	1,474	1,481	1,460
EPS ĐC (đồng)	2,095	2,308	2,785	2,797	2,758
DPS (đồng)	2,000	2,000	1,500	1,000	1,000
BVPS (đồng)	18,768	19,162	20,169	21,686	23,168
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.72	6.79	4.69	4.13	3.78
P/E ĐC (lần)	14.7	13.3	11.1	11.0	11.2
Lợi suất cổ tức (%)	6.49	6.49	4.87	3.25	3.25
P/B (lần)	1.64	1.61	1.53	1.42	1.33
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(74.3)	10.2	20.7	0.44	(1.41)
ROAE (%)	10.8	12.2	14.2	13.4	12.3

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

## 2025F: Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng 24,7%

Giá cổ phiếu DCM giảm 9% trong 1 tháng qua do thị trường bán tháo trong bối cảnh Tổng thống Trump công bố chính sách thuế quan. Tuy nhiên, nhờ giá phân bón cao và chi phí đầu vào thấp từ việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào trong nửa cuối năm 2025, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của DCM được kỳ vọng tăng trưởng 24,7% đạt 1.469 tỷ đồng trong năm nay và 1.475 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ) trong năm sau. Mặc dù điều chỉnh giảm 15,5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 37.100đ do tăng giả định WACC, HSC nâng khuyến nghị đối với DCM lên Mua vào, với tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới.

### Bối cảnh ngành: Hưởng lợi từ việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào và giá dầu Brent thấp

Theo Luật Thuế GTGT mới, các sản phẩm phân bón được hưởng mức thuế 5%, nên DPM được khấu trừ thuế GTGT đối với các nguyên vật liệu đầu vào chính, bao gồm 10% thuế đối với khí tự nhiên – nguyên liệu đầu vào chính (ước tính khoảng 235 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2025) – 10% thuế đối với điện và các dịch vụ thuế ngoài khác như chi phí tiếp thị và bán hàng, 8% đối với nguyên liệu thô khác như DAP và 5% đối với nước sạch và các khoản khác.

#### Giá khí tự nhiên neo theo giá dầu Brent

Xin nhắc lại, giá khí tự nhiên của DCM được tính như sau:

Chi phí khí tự nhiên = 50% \* 46%MFO + 50%\*12,7% giá dầu Brent + chi phí vận tải

Trong đó, chi phí vận tải được cố định ở mức 1,09 USD/MMBTU. Trong khi đó, MFO là giá dầu nhiên liệu hàng tháng, có mối tương quan mật thiết với giá dầu Brent. Có nghĩa là chi phí khí tự nhiên của DCM diễn biến cùng chiều với giá dầu Brent. Triển vọng giá dầu Brent thấp có thể sẽ giúp DCM giảm chi phí khí tự nhiên.

### Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, đưa ra dự báo năm 2027

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Dự báo cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 19,3% từ mức nền thấp của năm 2024. Các giả định chính như sau:

- Giá dầu Brent bình quân năm 2025 được dự kiến ở mức 74,5 USD/thùng (giảm 7,4% so với cùng kỳ), theo dự báo mới nhất của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA). Theo đó, giá MFO được dự báo ở mức 472 USD/tấn (tăng 0,4% so với cùng kỳ) cao hơn một chút so với năm 2024 do nhu cầu vận tải biển tăng khi ông Trump công bố chính sách thuế quan đối với các nước khác.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 4,6% dự báo giá bán ure năm 2025 sau khi ghi nhận KQKD Q1/2025 tích cực (tăng 5% so với cùng kỳ và giá ure toàn cầu vững chắc. Cho năm 2026, chúng tôi kỳ vọng giá bán ure giảm 5,7% so với cùng kỳ do giá dầu Brent giảm. Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng 2,3% dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2025 lên 880.000 tấn, dựa trên KQKD thực tế của năm 2024.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 66,7% sản lượng tiêu thụ NPK lên 300.000 tấn sau khi cộng thêm sản lượng tiêu thụ của Nhà máy Phân bón Hàn - Việt vào sản lượng tiêu thụ NPK hợp nhất, với giá bán được giữ ổn định nhằm phản ánh KQKD thực tế của năm 2024. Cho năm 2027, chúng tôi kỳ vọng giá bán NPK sẽ giảm nhẹ 2% so với cùng kỳ.
- Giá bán và sản lượng tiêu thụ phân bón nhập khẩu dựa trên số liệu thực tế của năm 2024.
- Chúng tôi đã phản ánh tình hình lãi và lỗ của Nhà máy Phân bón Hàn - Việt vào BCTC hợp nhất của DCM. Do KVF được kỳ vọng chỉ lãi nhẹ trong các năm tới nên dự báo cập nhật cho thấy doanh thu thuần của DCM cao hơn so với dự báo trước đó, nhưng lợi nhuận thuần đa phần không đổi.

**Bảng 4: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới, DCM**

HSC điều chỉnh tăng 16,1% và 11,9% dự báo doanh thu cho năm 2025-26 nhờ nâng giả định sản lượng tiêu thụ NPK (sau khi cộng th sản lượng tiêu thụ của KVF, dựa trên số liệu thực tế năm 2024). Lợi nhuận cốt lõi năm 2025 được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 24,7% và đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 9,5%

Tỷ đồng	2025F					2026F				2027F	
	2024	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Mới	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	13,456	12,299	14,273	16.1%	6.1%	12,393	13,873	11.9%	-2.8%	14,212	2.4%
Lợi nhuận thuần	1,420	1,469	1,468	-0.1%	3.4%	1,481	1,475	-0.4%	0.5%	1,454	-1.4%

Nguồn: HSC

**Bảng 5: Dự báo doanh thu & chi phí đầu vào, cũ và mới, DCM**

HSC giảm gần 1% dự báo chi phí khí cho năm 2025 sau khi cập nhật các dự báo giá dầu mới nhất của EIA và cập nhật các giả định sản lượng tiêu thụ, giá bán bình quân theo số liệu thực tế 2024.

Chi phí đầu vào	2025F				2026F				2027F	
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh
Dầu Brent (USD/thùng)	76.0	74.5	-2.0%	-7.4%	76.0	74.5	-2.0%	0.0%	74.5	0.0%
MFO (USD/tấn)	446.0	472.5	5.9%	0.2%	446.0	472.5	5.9%	0.0%	472.5	0.0%
Chi phí khí (USD/mmbtu)	9.0	8.9	-0.9%	-7.1%	8.4	8.5	1.2%	-4.8%	8.5	0.0%
<b>Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)</b>										
Urê	895,120	860,000	880,000	2.3%	-1.7%	860,000	880,000	2.3%	0.0%	880,000
NPK	268,365	180,000	300,000	66.7%	11.8%	220,000	330,000	50.0%	10.0%	360,000
Phân bón nhập khẩu	254,400	200,000	250,000	25.0%	-1.7%	200,000	250,000	25.0%	0.0%	250,000
<b>Giá bán bình quân (đồng/kg)</b>										
Urê	9.3	9.7	4.6%	5.8%	9.1	9.2	0.9%	-5.7%	9.2	0.0%
NPK	11.6	11.5	-0.9%	-0.1%	11.3	11.3	0.0%	-1.7%	11.3	0.0%
Phân bón nhập khẩu	8.7	9.0	4.0%	-10.6%	8.5	8.3	-2.8%	-8.6%	8.3	0.0%

Nguồn: HSC

**Định giá và khuyến nghị**
**Kết luận và phương pháp định giá**

HSC nâng khuyến nghị đối với DCM lên Mua vào mặc dù giảm 15,5% giá mục tiêu xuống 37.100đ (từ 43.900đ trước đó) đa phần do thay đổi giả định WACC. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 21%. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 13,4 lần và 13,2 lần.

Chi tiết về các giả định định giá như sau:

- Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2025 được kỳ vọng tăng trưởng 24,7% trong khi có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 9,5%.
- Giả định WACC được điều chỉnh tăng lên 16% từ 12,5% trước đó, dựa trên lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75% (từ 7,5% trước đó), và hệ số beta 1,4 lần (tăng từ 1,3 lần trước đó, theo dữ liệu của Bloomberg).
- Chúng tôi tiếp tục giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 2%.

HSC trình bày các tính toán và giả định làm cơ sở cho việc định giá trong Bảng 6-8. Chúng tôi trình bày độ nhạy đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 9.

**Bảng 6: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DCM**

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	1,350	1,366	1,335	1,389	1,352
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,194	1,208	1,181	1,229	1,197
Cộng: Khấu hao	409	417	427	435	444
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(253)	(256)	(260)	(264)	(268)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	335	(80)	(251)	(158)	52
<b>UFCF</b>	<b>1,685</b>	<b>1,288</b>	<b>1,096</b>	<b>1,242</b>	<b>1,425</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 7: Tính toán WACC, DCM**

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	1.4
Chi phí vốn CSH	16.6%
Lãi suất bình quân	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.5%
Chi phí nợ	4.0%
Tỷ trọng vốn CSH	95.0%
<b>WACC</b>	<b>16.0%</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 8: 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	5,364
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	6,225
<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>11,589</b>
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	9,029
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	(971)
<b>Giá trị của vốn CSH</b>	<b>19,648</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	529
<b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đ/cp)</b>	<b>37,100</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro (đồng), DCM**

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	37,000	37,400	38,000	38,500	39,800	
	3.5%	36,600	37,000	37,500	38,100	39,300	
	4.0%	36,200	36,700	<b>37,100</b>	37,600	38,700	
	4.5%	35,900	36,300	36,700	37,200	38,200	
	5.0%	35,600	36,000	36,400	36,800	37,800	

Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,8 lần.

**Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM**

DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,1 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi) ...



Nguồn: Bloomberg, HSC

**Biểu đồ 11: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DCM**

...cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 9,8 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	14,273	13,873	14,212
Lợi nhuận gộp	2,032	2,513	2,931	2,898	2,900
Chi phí BH&QL	(1,349)	(1,495)	(1,581)	(1,532)	(1,565)
Thu nhập khác	22.5	1.12	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>705</b>	<b>1,019</b>	<b>1,350</b>	<b>1,366</b>	<b>1,335</b>
Lãi vay thuần	550	305	307	299	306
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>1,255</b>	<b>1,324</b>	<b>1,657</b>	<b>1,665</b>	<b>1,641</b>
Chi phí thuế TNDN	(145)	(94.1)	(174)	(175)	(172)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.25)	(8.35)	(8.90)	(8.94)	(8.81)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>1,109</b>	<b>1,222</b>	<b>1,474</b>	<b>1,481</b>	<b>1,460</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>1,109</b>	<b>1,222</b>	<b>1,474</b>	<b>1,481</b>	<b>1,460</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>1,788</b>	<b>1,287</b>	<b>1,759</b>	<b>1,783</b>	<b>1,762</b>
EPS (đồng)	2,095	2,308	2,785	2,797	2,758
EPS ĐC (đồng)	2,095	2,308	2,785	2,797	2,758
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	1,286	1,404	1,261
Đầu tư ngắn hạn	8,242	7,039	7,743	8,517	9,369
Phải thu khách hàng	366	529	423	489	530
Hàng tồn kho	2,161	2,950	2,314	2,481	2,637
Các tài sản ngắn hạn khác	452	500	414	457	467
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>13,504</b>	<b>12,921</b>	<b>12,180</b>	<b>13,349</b>	<b>14,263</b>
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	184	132	169
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1,733</b>	<b>2,808</b>	<b>2,564</b>	<b>2,352</b>	<b>2,223</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>15,238</b>	<b>15,729</b>	<b>14,744</b>	<b>15,701</b>	<b>16,486</b>
Nợ ngắn hạn	846	1,229	929	929	929
Phả trả người bán	1,989	1,612	1,295	1,435	1,375
Nợ ngắn hạn khác	1,585	1,556	873	831	852
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4,517</b>	<b>4,681</b>	<b>3,280</b>	<b>3,395</b>	<b>3,385</b>
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	746	775	776
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>757</b>	<b>871</b>	<b>746</b>	<b>775</b>	<b>776</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>5,275</b>	<b>5,552</b>	<b>4,025</b>	<b>4,170</b>	<b>4,161</b>
Vốn chủ sở hữu	9,936	10,144	10,677	11,481	12,265
Lợi ích cổ đông thiểu số	27.6	32.8	41.7	50.6	59.4
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>9,963</b>	<b>10,177</b>	<b>10,719</b>	<b>11,531</b>	<b>12,325</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>15,238</b>	<b>15,729</b>	<b>14,744</b>	<b>15,701</b>	<b>16,486</b>
BVPS (đ)	18,768	19,162	20,169	21,686	23,168
Nợ thuần/(tiền mặt)	(1,436)	(554)	(357)	(475)	(332)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	705	1,019	1,350	1,366	1,335
Khấu hao	(1,083)	(268)	(409)	(417)	(427)
Lãi vay thuần	550	305	307	299	306
Thuế TNDN đã nộp	(145)	(94.1)	(174)	(175)	(172)
Thay đổi vốn lưu động	963	(912)	335	(80.4)	(251)
Khác	(844)	(509)	(474)	(398)	(380)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>2,313</b>	<b>77.5</b>	<b>1,754</b>	<b>1,428</b>	<b>1,265</b>
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	389	378	387
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(3,443)</b>	<b>(41.6)</b>	<b>(568)</b>	<b>(653)</b>	<b>(725)</b>
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	(1,008)	(128)	(153)
Khác	0	(2.91)	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(754)</b>	<b>(625)</b>	<b>(1,802)</b>	<b>(657)</b>	<b>(683)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,126	2,284	1,903	1,286	1,404
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(1,884)</b>	<b>(589)</b>	<b>(617)</b>	<b>118</b>	<b>(143)</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	2,043	208	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>2,284</b>	<b>1,903</b>	<b>1,286</b>	<b>1,404</b>	<b>1,261</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>1,769</b>	<b>(714)</b>	<b>1,501</b>	<b>1,172</b>	<b>1,004</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	16.2	18.7	20.5	20.9	20.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.2	9.57	12.3	12.9	12.4
Tỷ suất LNT (%)	8.82	9.08	10.3	10.7	10.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	11.5	7.10	10.5	10.5	10.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	(21.1)	7.04	6.08	(2.81)	2.44
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(68.9)	(28.0)	36.6	1.36	(1.16)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(74.3)	10.2	20.7	0.44	(1.41)
Tăng trưởng EPS (%)	(74.3)	10.2	20.7	0.44	(1.41)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(74.3)	10.2	20.7	0.44	(1.41)
Tăng trưởng DPS (%)	(33.3)	0	(25.0)	(33.3)	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	95.5	86.6	53.9	35.7	36.3
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	10.8	12.2	14.2	13.4	12.3
ROACE (%)	6.41	9.36	12.0	11.5	10.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.85	0.87	0.94	0.91	0.88
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	3.28	0.08	1.30	1.05	0.95
Số ngày tồn kho	74.8	98.4	74.5	82.5	85.1
Số ngày phải thu	12.7	17.6	13.6	16.2	17.1
Số ngày phải trả	68.9	53.8	41.7	47.7	44.4
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(14.2)	(3.17)	(2.19)	(3.02)	(1.35)
Nợ/tài sản (%)	5.72	10.1	7.14	6.74	6.65
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.49	1.23	0.60	0.59	0.62
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.99	2.76	3.71	3.93	4.21
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	0.53	0.65	0.58	0.53	0.47
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.72	6.79	4.69	4.13	3.78
P/E (lần)	14.7	13.3	11.1	11.0	11.2
P/E ĐC (lần)	14.7	13.3	11.1	11.0	11.2
P/B (lần)	1.64	1.61	1.53	1.42	1.33
Lợi suất cổ tức (%)	6.49	6.49	4.87	3.25	3.25

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

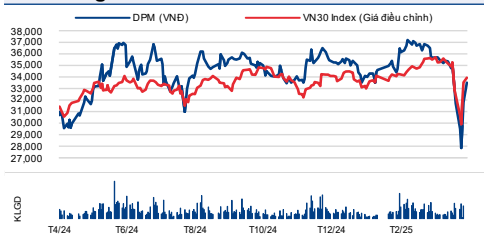
**Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ35,900 (từ VNĐ41,200)  
 Tiềm năng tăng/giảm: 7.2%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (14/4/2025)</b>	<b>33,500</b>
Mã Bloomberg	DPM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	27,850-37,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	31,683
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,110
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	508
Slg CP lưu hành (tr.đv)	391
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	192
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
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	(6.03)	(1.47)	1.88
So với chỉ số	(1.70)	(4.19)	(1.28)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,406	2,686	(10.4)
2026F	2,443	2,894	(15.6)
2027F	2,335	3,059	(23.7)

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

**Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng 75%**

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng điều chỉnh giảm 12,9% giá mục tiêu xuống 35.900đ, dựa trên giả định WACC đã được cập nhật. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 7%.
- Chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026, với mức tăng trưởng 75% đạt 941 tỷ đồng trong năm nay và 956 tỷ đồng trong năm sau. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với 914 tỷ đồng lợi nhuận thuần (giảm 4,4% so với cùng kỳ). Dự báo cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 19,3% thấp hơn so với từ mức nền thấp của năm 2024.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 16,7 lần.

**Sự kiện: Xem xét lại các xu hướng giá đầu vào và đầu ra**

Trong Q1/2025, giá ure toàn cầu tăng 5% so với cùng kỳ và dự kiến duy trì ở mức cao trong năm 2025, do nhu cầu ổn định trong sản xuất nông nghiệp và cả ứng dụng công nghiệp. Trong khi đó, chi phí đầu vào của DPM được dự báo giảm, dựa trên dự báo giá dầu Brent thấp hơn. Ngoài ra, việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào được dự báo sẽ giúp tiết kiệm một khoản chi phí đáng kể cho các nhà sản xuất phân bón, từ đó thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp.

**Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, đưa ra dự báo năm 2027**

HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 đối với DPM, với 941 tỷ đồng (tăng trưởng 75%) trong năm nay và 956 tỷ đồng (tăng trưởng 1,6%) trong năm sau và 914 tỷ đồng (giảm 4,4% so với cùng kỳ) trong dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2027. Lợi nhuận năm 2025 dự kiến tăng mạnh đa phần là nhờ tác động của việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào có hiệu lực trong nửa cuối năm 2025 trong bối cảnh giá ure cao, hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận gộp.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua do thị trường bán tháo khi Tổng thống Trump công bố chính sách thuế quan, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 16,7 lần. DPM cũng đưa ra chính sách cổ tức bằng tiền mặt 1.500đ/cp cho năm nay (lợi suất cổ tức: 4,7%), phát hành cổ phiếu thường với tỷ lệ 73,7% và cổ tức bằng tiền mặt 1.200đ/cp sau phát hành trong năm 2025 (tương đương mức 2.000/cp trước khi phát hành hoặc lợi suất cổ tức 6,3%).

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng điều chỉnh giảm 12,9% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 35.900đ (tiềm năng tăng giá 7%), đa phần do tăng giả định WACC. Theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu hấp dẫn nhờ có triển vọng lợi nhuận vững chắc, dòng tiền mạnh và định giá rẻ.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	705	756	1,325	1,394	1,356
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	519	538	941	956	914
EPS ĐC (đồng)	1,327	1,374	2,406	2,443	2,335
DPS (đồng)	2,000	1,500	2,000	2,000	2,000
BVPS (đồng)	29,502	28,569	28,867	29,204	29,431
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.44	8.25	5.26	4.63	4.81
P/E ĐC (lần)	25.2	24.4	13.9	13.7	14.3
Lợi suất cổ tức (%)	5.97	4.48	5.97	5.97	5.97
P/B (lần)	1.14	1.17	1.16	1.15	1.14
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(90.7)	3.52	75.1	1.56	(4.42)
ROAE (%)	4.06	4.73	8.38	8.41	7.97

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

## Dự báo năm 2025: Lợi nhuận thuần tăng trưởng 75% nhờ giá bán tốt và chi phí đầu vào giảm

Giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua do thị trường bán tháo trong bối cảnh Tổng thống Trump công bố chính sách thuế quan. Trong khi đó, dựa trên cơ sở giá phân bón cao và chi phí đầu vào thấp nhờ khấu trừ thuế GTGT đầu vào trong nửa cuối năm 2025, HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần của DPM tăng trưởng 75% đạt 941 tỷ đồng trong năm nay và 956 tỷ đồng (tăng trưởng 1,6%) trong năm sau, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 19,3% (thấp hơn so với mức nền của năm 2024). DPM cũng có cổ tức bằng tiền mặt 1.500đ/cp cho năm nay và 1.200đ/cp cho năm sau, sau khi phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 73,7% (tương đương với mức cổ tức 2.000đ/cp trước khi phát hành cổ phiếu thưởng). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DPM với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 35.900đ, tiềm năng tăng giá 7%.

### Bối cảnh ngành: Khấu trừ thuế GTGT đầu vào sẽ kéo giảm chi phí đầu vào

Theo Luật Thuế GTGT mới, các sản phẩm phân bón sẽ chịu thuế VAT 5%, nên DPM được khấu trừ thuế GTGT đối với các nguyên vật liệu đầu vào chính, bao gồm 10% thuế đối với khí tự nhiên – nguyên liệu đầu vào chính (ước tính khoảng 245 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2025) – 10% thuế đối với điện và các dịch vụ thuê ngoài khác như chi phí tiếp thị và bán hàng, 8% đối với nguyên liệu thô khác như DAP và 5% đối với nước sạch và các khoản khác.

### Chi phí khí tự nhiên phần nào bị chi phối bởi giá dầu Brent

Lưu ý, giá khí đầu vào của DPM được tính như sau: Chi phí khí đầu vào = 46% MFO + chi phí vận tải.

Trong đó, MFO là giá dầu nhiên liệu hàng tháng, có mối tương quan mật thiết với giá dầu Brent. Trong khi đó, chi phí vận tải còn tùy thuộc vào kết quả đàm phán giữa DPM và nhà cung cấp khí GAS (Mua vào, giá mục tiêu 85.000đ), rơi vào khoảng 4,56 USD/MMBTU trong năm 2024 (42% tổng chi phí khí tự nhiên).

Tuy nhiên, việc giá MFO giảm theo giá dầu Brent có thể phần nào giúp chi phí khí thiên nhiên của DPM giảm.

### Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, đưa ra dự báo năm 2027

HSC đã phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 19,3% từ mức nền thấp của năm 2024. Các giả định chính như sau:

- Chúng tôi giả định giá MFO bình quân năm 2025 ở mức 472 USD/tấn (tăng 0,4% so với cùng kỳ) cao hơn một chút so với năm 2024 khi nhu cầu vận tải biển tăng do tác động từ chính sách thuế quan của ông Trump lên các nước khác. Chi phí vận tải được giữ nguyên ở mức 4,67 USD/MMBTU, không đổi so với năm 2024.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 3,1% dự báo giá bán ure năm 2025 sau khi ghi nhận KQKD tích cực trong Q1/2025 (tăng 5% so với cùng kỳ) và giá ure toàn cầu tiếp tục ở mức tốt. Cho năm 2026, chúng tôi giữ nguyên quan điểm giá ure sẽ giảm 4,6% so với cùng kỳ, phù hợp với đà hạ nhiệt của giá dầu Brent. Chúng tôi cũng giảm 2,1% dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2025 xuống 880.000 tấn nhằm phản ánh sản lượng tiêu thụ thực tế của năm 2024 và kế hoạch bảo trì hai năm một lần của DPM trong năm nay.
- Chúng tôi tăng 7% giả định sản lượng tiêu thụ NPK nhưng giữ nguyên giá bán dựa trên KQKD tích cực của năm 2024. Cho năm 2026-2027, chúng tôi kỳ vọng giá bán NPK sẽ giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ.
- Giá bán và sản lượng tiêu thụ amoniac và phân bón nhập khẩu được giả định tương đương với KQKD thực tế trong năm 2024.

**Bảng 12: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, DPM**

Tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của lợi nhuận thuần đạt 19,3% trong giai đoạn 3 năm tới

Tỷ đồng	2025F					2026F				2027F	
	2024	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Mới	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	13,496	12,854	12,960	0.8%	-4.0%	12,612	12,892	2.2%	-0.5%	12,892	0.0%
Lợi nhuận thuần	538	969	941	-2.8%	75.1%	1,005	956	-4.9%	1.6%	914	-4.4%

Nguồn: HSC

**Bảng 13: Dự báo doanh thu & giá định chi phí đầu vào, cũ và mới, DPM**

HSC điều chỉnh giảm 1,3% giá định chi phí khí cho năm 2025 dựa trên các dự báo giá dầu mới nhất từ Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) và cập nhật các giá định về sản lượng tiêu thụ &amp; giá bán bình quân theo số liệu thực tế năm 2024

Chi phí đầu vào	2025F				2026F				2027F	
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Mới	Điều chỉnh
Dầu Brent (USD/thùng)	80.4	74.5	-7.3%	-7.4%	76.1	74.5	-2.1%	0.0%	74.5	0.0%
MFO (USD/tấn)	471.0	472.3	0.3%	0.4%	446.0	472.3	5.9%	0.0%	472.3	0.0%
Chi phí khí (USD/mmbtu)	10.9	10.5	-3.1%	-3.3%	10.1	10.0	-0.8%	-4.8%	10.0	0.0%
<b>Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)</b>										
Urê	900,000	880,000	-2.2%	-2.1%	860,000	880,000	2.3%	0.0%	880,000	0.0%
Ammonia	65,000	65,000	0.0%	-0.6%	65,000	65,000	0.0%	0.0%	65,000	0.0%
NPK	140,000	150,000	7.1%	1.9%	180,000	180,000	0.0%	20.0%	180,000	0.0%
Phân bón nhập khẩu	240,000	220,000	-8.3%	-4.3%	260,000	220,000	-15.4%	0.0%	220,000	0.0%
<b>Giá bán bình quân (đồng/kg)</b>										
Urê	9.5	9.8	3.1%	1.5%	9.2	9.3	1.5%	-4.6%	9.3	0.0%
Ammonia	10.4	10.0	-3.8%	1.6%	10.4	10.0	-3.8%	0.0%	10.0	0.0%
NPK	11.7	11.7	0.0%	-0.7%	11.3	11.6	2.7%	-0.9%	11.6	0.0%
Phân bón nhập khẩu	8.4	8.4	-0.1%	0.4%	8.0	8.4	4.8%	-0.1%	8.4	0.0%

Nguồn: HSC

## Định giá và khuyến nghị

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng điều chỉnh giảm 12,9% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 35.900đ từ 41.200đ trước đó, đa phần do tăng giá định WACC. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 7%, cho thấy P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 14,7 lần và 14,9 lần.

Các giả định chính như sau:

- Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 19,3%.
- Giá định WACC được điều chỉnh tăng lên 14,7% từ 12,5% trước đó, dựa trên lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75% (từ 7,5% trước đó), và hệ số beta 1,3 lần (tăng từ 1,2 lần trước đó, theo dữ liệu của Bloomberg).
- Chúng tôi tiếp tục giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 2%.

Các tính toán và giả định làm cơ sở cho việc định giá được trình bày trong Bảng 14-16. Chúng tôi trình bày độ nhạy 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, DPM**

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	889	944	891	884	877
Thu nhập thuần trừ nợ vay	681	724	684	678	673
Cộng: Khấu hao	436	451	465	479	494
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(491)	(482)	(511)	(518)	(545)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(243)	614	112	102	308
<b>UFCF</b>	<b>384</b>	<b>1,306</b>	<b>749</b>	<b>740</b>	<b>930</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 15: Tính toán WACC, DPM**

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	1.3
Chi phí vốn CSH	15.3%
Lãi suất bình quân	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	23.3%
Chi phí nợ	3.5%
Tỷ trọng vốn CSH	95.0%
<b>WACC</b>	<b>14.7%</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 16: 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	3,236
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,663
<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>7,899</b>
Cộng: Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	7,770
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	(1,624)
<b>Giá trị của vốn CSH</b>	<b>14,045</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	391
<b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đ/cp)</b>	<b>35,900</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro (đồng), DPM**

Lãi suất phi rủi ro	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
	3.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
3.0%	35,700	36,300	36,900	37,500	38,100	38,700
3.5%	35,300	35,800	36,400	36,900	37,400	37,900
4.0%	34,900	35,400	<b>35,900</b>	36,400	36,900	37,400
4.5%	34,500	35,000	35,500	36,000	36,500	37,000
5.0%	34,200	34,600	35,100	35,500	36,000	36,400

Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 16,7 lần.

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

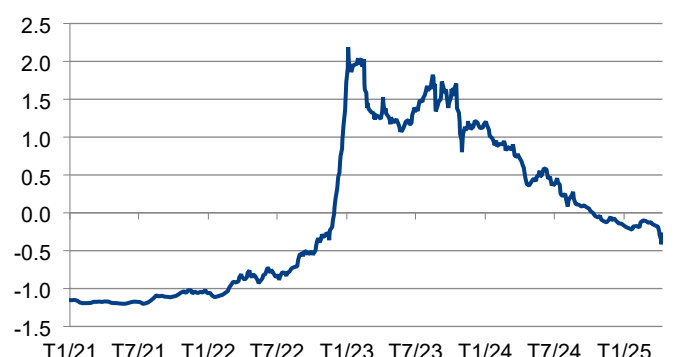
DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần (dựa trên ước tính của HSC) ...



Nguồn: Bloomberg, HSC

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

...thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 16,7 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	13,569	13,496	12,960	12,892	12,892
Lợi nhuận gộp	1,652	1,898	2,188	2,234	2,184
Chi phí BH&QL	(1,351)	(1,540)	(1,299)	(1,290)	(1,292)
Thu nhập khác	0.94	4.46	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>302</b>	<b>363</b>	<b>889</b>	<b>944</b>	<b>891</b>
Lãi vay thuần	386	304	274	237	237
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.66	2.65	3.11	3.27	3.43
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>691</b>	<b>669</b>	<b>1,166</b>	<b>1,184</b>	<b>1,132</b>
Chi phí thuế TNDN	(161)	(115)	(200)	(204)	(195)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(10.4)	(16.5)	(24.1)	(24.5)	(23.4)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>519</b>	<b>538</b>	<b>941</b>	<b>956</b>	<b>914</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>519</b>	<b>538</b>	<b>941</b>	<b>956</b>	<b>914</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>705</b>	<b>756</b>	<b>1,325</b>	<b>1,394</b>	<b>1,356</b>
EPS (đồng)	1,327	1,374	2,406	2,443	2,335
EPS ĐC (đồng)	1,327	1,374	2,406	2,443	2,335
DPS (đồng)	2,000	1,500	2,000	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	391	391	391	391	391
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	391	391	391	391	391
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	391	391	391	391	391

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,242	1,005	199	725	692
Đầu tư ngắn hạn	5,385	9,464	7,571	7,571	7,571
Phải thu khách hàng	642	653	382	422	475
Hàng tồn kho	1,911	1,731	2,369	1,890	1,951
Các tài sản ngắn hạn khác	385	367	323	335	332
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>9,565</b>	<b>13,220</b>	<b>10,844</b>	<b>10,943</b>	<b>11,021</b>
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	280	279	287
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>3,744</b>	<b>3,333</b>	<b>3,403</b>	<b>3,435</b>	<b>3,481</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>13,309</b>	<b>16,552</b>	<b>14,247</b>	<b>14,378</b>	<b>14,502</b>
Nợ ngắn hạn	0	3,422	1,422	1,422	1,422
Phả trả người bán	768	691	735	683	685
Nợ ngắn hạn khác	586	811	445	443	452
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1,484</b>	<b>5,199</b>	<b>2,782</b>	<b>2,754</b>	<b>2,788</b>
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	62.8	63.8
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>177</b>	<b>174</b>	<b>168</b>	<b>195</b>	<b>196</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>1,764</b>	<b>5,372</b>	<b>2,950</b>	<b>2,949</b>	<b>2,985</b>
Vốn chủ sở hữu	11,545	11,180	11,297	11,429	11,517
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>11,545</b>	<b>11,180</b>	<b>11,297</b>	<b>11,429</b>	<b>11,517</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>13,309</b>	<b>16,552</b>	<b>14,247</b>	<b>14,378</b>	<b>14,502</b>
BVPS (đ)	29,502	28,569	28,867	29,204	29,431
Nợ thuần/(tiền mặt)	(1,242)	2,417	1,223	697	730

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	302	363	889	944	891
Khấu hao	(403)	(394)	(436)	(451)	(465)
Lãi vay thuần	386	304	274	237	237
Thuế TNDN đã nộp	(161)	(115)	(200)	(204)	(195)
Thay đổi vốn lưu động	1,269	188	(423)	427	(76.2)
Khác	(1,255)	(186)	(172)	(81.3)	(176)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>945</b>	<b>948</b>	<b>803</b>	<b>1,773</b>	<b>1,147</b>
Đầu tư TS dài hạn	(241)	(85.5)	(491)	(482)	(511)
Góp vốn & đầu tư	(9,615)	(17,258)	1,876	0	0
Thanh lý	0.91	0.52	0	0	0
Khác	11,531	13,535	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>1,676</b>	<b>(3,808)</b>	<b>1,385</b>	<b>(482)</b>	<b>(511)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(2,755)	(801)	(783)	(783)	(783)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(707)	3,422	(2,212)	18.9	113
Khác	0	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(3,463)</b>	<b>2,621</b>	<b>(2,995)</b>	<b>(764)</b>	<b>(669)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,084	1,242	1,005	199	725
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(842)</b>	<b>(240)</b>	<b>(806)</b>	<b>527</b>	<b>(33.7)</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.64)	3.18	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>1,242</b>	<b>1,005</b>	<b>199</b>	<b>725</b>	<b>692</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>704</b>	<b>862</b>	<b>313</b>	<b>1,291</b>	<b>636</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	12.2	14.1	16.9	17.3	16.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.20	5.60	10.2	10.8	10.5
Tỷ suất LNT (%)	3.83	3.98	7.26	7.42	7.09
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.3	17.2	17.2	17.2	17.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(27.2)	(0.54)	(3.97)	(0.53)	0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(89.7)	7.26	75.2	5.24	(2.75)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(90.7)	3.52	75.1	1.56	(4.42)
Tăng trưởng EPS (%)	(90.7)	3.52	75.1	1.56	(4.42)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(90.7)	3.52	75.1	1.56	(4.42)
Tăng trưởng DPS (%)	(71.4)	(25.0)	33.3	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	151	109	83.1	81.9	85.6
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	4.06	4.73	8.38	8.41	7.97
ROACE (%)	2.28	3.13	7.79	8.18	7.64
Vòng quay tài sản (lần)	0.88	0.90	0.84	0.90	0.89
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	3.13	2.61	0.90	1.88	1.29
Số ngày tồn kho	58.5	54.5	80.3	64.7	66.5
Số ngày phải thu	19.7	20.6	12.9	14.4	16.2
Số ngày phải trả	23.5	21.7	24.9	23.4	23.3
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(9.68)	23.6	11.9	7.41	7.74
Nợ/tài sản (%)	0.93	22.0	10.9	10.9	10.9
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.18	4.81	1.17	1.13	1.17
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.44	2.54	3.90	3.97	3.95
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	0.49	0.46	0.54	0.50	0.51
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.44	8.25	5.26	4.63	4.81
P/E (lần)	25.2	24.4	13.9	13.7	14.3
P/E ĐC (lần)	25.2	24.4	13.9	13.7	14.3
P/B (lần)	1.14	1.17	1.16	1.15	1.14
Lợi suất cổ tức (%)	5.97	4.48	5.97	5.97	5.97

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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)