

Các doanh nghiệp sản xuất urê: Nhiều khả năng sẽ hưởng lợi từ các biến động tại Trung Đông

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

- Khoảng 45% lượng urê giao dịch toàn cầu đang chịu ảnh hưởng từ các biến động tại Trung Đông trong bối cảnh Eo biển Hormuz bị đóng cửa, cắt giảm sản lượng tại khu vực Vùng Vịnh, cùng với phí bảo hiểm rủi ro chiến tranh tăng cao, làm thắt chặt đáng kể nguồn cung trong ngắn hạn.
- Giá năng lượng tăng – đặc biệt là giá khí tại châu Âu tăng vọt – sẽ đẩy đường cong chi phí sản xuất lên cao hơn, qua đó hỗ trợ xu hướng tăng giá của phân bón nitơ, đặc biệt là urê. Dù vậy, HSC kỳ vọng giá bán bình quân của DCM và DPM sẽ tăng và bù đắp hoàn toàn cho chi phí đầu vào cao hơn; chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cho cả hai doanh nghiệp.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 12% lên 53.600đ đối với DCM và thêm 16% lên 34.900đ đối với DPM đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cả hai cổ phiếu. Cổ phiếu DCM là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi.

Chiến sự tại Iran gây gián đoạn thị trường urê toàn cầu

Diễn biến leo thang gần đây trong xung đột giữa Mỹ/Israel và Iran đã khiến khoảng 45% lượng urê giao dịch toàn cầu đối mặt với rủi ro. Việc Iran đóng cửa Eo biển Hormuz đã làm gián đoạn hoạt động xuất khẩu của các nhà sản xuất chủ chốt tại khu vực Vùng Vịnh, khiến khoảng 30-35% tổng sản lượng urê xuất khẩu toàn cầu bị ảnh hưởng trực tiếp. Tỷ lệ này còn có thể cao hơn nếu tính cả các quốc gia phụ thuộc vào nguồn năng lượng từ khu vực Vùng Vịnh như Ai Cập, Bangladesh và Ấn Độ. Hoạt động vận chuyển hàng hóa nhìn chung đã đình trệ do nhiều cảng tạm ngừng hoạt động, phí bảo hiểm rủi ro chiến tranh tăng mạnh và các công ty bảo hiểm rút khỏi thị trường, trong khi các nhà sản xuất cũng rút các lệnh bán trên thị trường giao ngay. Bên cạnh các nút thắt về logistics, các cơ sở LNG, nhà máy lọc dầu và hạ tầng xuất khẩu đang đối mặt với nguy cơ phải dừng hoạt động hoặc bị hư hại, làm gia tăng rủi ro sụt giảm sản lượng thực tế. Những yếu tố trên cho thấy thị trường phân bón nitơ toàn cầu sẽ tiếp tục thắt chặt trong thời gian tới, dù hiện vẫn chưa thể xác định chính xác khối lượng nguồn cung thực tế bị rút khỏi thị trường.

Giá đoạn nguồn cung làm gia tăng độ nhạy của giá

Công suất sản xuất phân bón nitơ toàn cầu hiện gần như không còn dư địa dự phòng, khiến cung-cầu thị trường ở trạng thái cân bằng đến thiếu hụt nhẹ kể từ khi cuộc chiến Nga-Ukraine bùng phát. Trong bối cảnh châu Âu vẫn là nhà sản xuất urê với tỷ suất lợi nhuận toàn biên, đã tăng mạnh gần đây của giá khí trong khu vực này đang đẩy đường cong chi phí toàn cầu lên cao hơn và làm gia tăng độ nhạy của giá trước các gián đoạn nguồn cung tiếp theo.

Trong bối cảnh nguồn cung đang căng thẳng này, khu vực Bắc bán cầu lại đang bước vào mùa cao điểm tiêu thụ phân bón. Các gián đoạn đang diễn ra tại Trung Đông tiếp tục hạn chế khả năng tìm nguồn cung thay thế cũng như hạn chế khả năng điều chỉnh chuỗi cung ứng trong ngắn hạn. Do đó, HSC cho rằng tiềm năng tăng giá đối với phân bón nitơ là rõ ràng khi các nước nhập khẩu phải đối mặt với chi phí tăng đáng kể và khó có khả năng giảm trong ngắn hạn, đặc biệt khi bất kỳ sự gia tăng sản lượng nào từ châu Âu cũng sẽ diễn ra trong bối cảnh giá năng lượng ở mức cao.

DCM và DPM là các doanh nghiệp hưởng lợi

Sau khi phân tích các yếu tố cơ bản, HSC kỳ vọng giá bán tại các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi là DCM và DPM sẽ tăng đủ để bù đắp hoàn toàn phần chi phí khí tăng cao liên quan đến giá dầu Brent và dầu nhiên liệu; theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân lần lượt 32% và 38% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027 của DCM và DPM.

Tăng 12-16% giá mục tiêu đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào

Sau khi tăng dự báo lợi nhuận, HSC tăng giá mục tiêu thêm 12% lên 53.600đ đối với DCM và thêm 16% lên 34.900đ đối với DPM; đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cả hai cổ phiếu. Với tiềm năng tăng giá 29% tại giá mục tiêu mới, DCM là lựa chọn hàng đầu của HSC.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 19/3.

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 (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
DCM	41,450	Mua vào	-	53,600	12.1	29.3	8.03	8.81	4.53	4.74	3.62	3.62
DPM	28,750	Mua vào	-	34,900	16.3	21.4	10.7	11.4	5.29	5.49	5.22	5.22

Giá cổ phiếu tại ngày 17/3/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Cú sốc giá năng lượng do chiến sự Iran hỗ trợ giá phân bón 3

Nguồn cung urê toàn cầu bị đe dọa bởi căng thẳng leo thang tại Trung Đông 3

Nhu cầu cao điểm gặp áp lực nguồn cung làm gia tăng độ nhạy của giá 4

Các doanh nghiệp sản xuất urê tại Việt Nam là các bên hưởng lợi 4

Tác động đến lợi nhuận: Giá bán bình quân tăng giúp cải thiện lợi nhuận 6

Định giá và khuyến nghị 7

Báo cáo thành phần

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) 8

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

Cú sốc giá năng lượng do chiến sự Iran hỗ trợ giá phân bón

Diễn biến leo thang của chiến sự Iran đang khiến khoảng 45% lượng urê giao dịch toàn cầu đối mặt với rủi ro, tạo ra cú sốc nguồn cung đáng kể trong bối cảnh thị trường phân bón nitơ vốn đã thắt chặt, đồng thời làm gia tăng khả năng gián đoạn kéo dài đối với cả hoạt động sản xuất lẫn vận chuyển. Trong bối cảnh công suất dự phòng toàn cầu hạn chế và châu Âu vẫn là khu vực sản xuất có tỷ suất lợi nhuận mỏng, chi phí sản xuất đang có xu hướng tăng càng củng cố tiềm năng tăng giá đối với phân bón nitơ, và được hỗ trợ mạnh hơn nhờ nhu cầu cao điểm theo mùa. Trong bối cảnh trên, HSC kỳ vọng giá bán tăng của DCM và DPM sẽ bù đắp hoàn toàn cho chi phí khí đầu vào cao hơn đang được xác định theo giá dầu (neo theo Brent/MFO). Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân lần lượt 31,7% và 38,4% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027 của DCM và DPM; đồng thời nâng giá mục tiêu lên lần lượt 53.600đ (từ 47.800đ) đối với DCM và 34.900đ (từ 30.000đ) đối với DPM. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cả hai cổ phiếu, với DCM là lựa chọn hàng đầu.

Nguồn cung urê toàn cầu bị đe dọa bởi căng thẳng leo thang tại Trung Đông

Ngày 28/2, Mỹ và Israel tiến hành các cuộc không kích phối hợp nhằm vào Iran, khiến Tehran đáp trả bằng các cuộc tấn công tên lửa nhằm vào Bahrain, Kuwait, Qatar, Ả rập Saudi và UAE, qua đó làm leo thang căng thẳng trong khu vực. Nguồn cung urê toàn cầu cùng với nhiều mặt hàng khác đang bị gián đoạn.

Tình hình này đã dẫn đến việc Eo biển Hormuz bị đóng cửa, đây là tuyến vận chuyển then chốt đối với khoảng 30-35% lượng urê giao dịch bằng đường biển toàn cầu. Các nước xuất khẩu urê chủ chốt phụ thuộc vào tuyến vận tải này bao gồm Qatar (khoảng 5 triệu tấn/năm), Iran khoảng 5,5 triệu tấn/năm), UAE (khoảng 2 triệu tấn/năm), Bahrain (khoảng 0,75 triệu tấn/năm) và các cảng bờ đông của Ả rập Saudi (khoảng 2 triệu tấn/năm). Nếu tính thêm sản lượng xuất khẩu của Oman (khoảng 3 triệu tấn mỗi năm) thì khoảng một phần ba tổng lượng urê xuất khẩu toàn cầu đang chịu ảnh hưởng từ căng thẳng hiện nay.

Gián đoạn nguồn cung năng lượng tại Trung Đông gây áp lực lên hoạt động sản xuất urê từ khí đốt trên toàn cầu

Các gián đoạn đối với hạ tầng năng lượng trong khu vực này cũng đang làm thắt chặt nguồn cung phân bón. QatarEnergy LNG (Qatar), một trong những nhà sản xuất urê lớn nhất thế giới (công suất khoảng 5,8 triệu tấn/năm; xuất khẩu khoảng 5,4 triệu tấn/năm), đã thông báo tạm dừng hoạt động sau một cuộc tấn công bằng máy bay không người lái vào ngày 2/3. Nhà máy lọc dầu Ras Tanura (Ả rập Saudi) đã ngừng hoạt động, nhà máy lọc dầu Ruwais (UAE) đã đóng cửa, và một số cơ sở lọc dầu tại Kuwait giảm công suất. Israel cũng đã đóng cửa một số mỏ khí ngoài khơi sau khi căng thẳng leo thang trong khi nhà máy lọc dầu Haifa đã phải tạm dừng một phần hoạt động sau khi bị tấn công.

Tác động này sẽ còn lớn hơn khi tính đến các quốc gia phụ thuộc vào nguồn năng lượng từ Trung Đông. Cụ thể:

- Tại Ấn Độ, các nhà sản xuất bao gồm Indian Farmers Fertilizer Cooperative Limited (IFFCO; công suất khoảng 4,2 triệu tấn/năm) đã bắt đầu giảm sản lượng do nguồn LNG đầu vào từ Qatar (khoảng 60% nguồn cung LNG của ngành) bị gián đoạn. Nguồn cung khí cho sản xuất phân bón ước tính đã giảm xuống khoảng 70% so với mức bình thường, khiến sản lượng trong nước giảm ít nhất 800.000 tấn/tháng.
- Tại Bangladesh, 5 trong số 6 nhà máy urê của nước này (tổng công suất khoảng 2,8 triệu tấn/năm) đã phải dừng hoạt động do thiếu hụt nguồn khí.
- Ai Cập xuất khẩu khoảng 3,5-4 triệu tấn urê/năm (khoảng 2 triệu tấn/năm sang EU) và phụ thuộc lớn vào nguồn khí nhập khẩu từ Israel. Sau diễn biến leo thang gần đây của xung đột Israel-Iran, các gián đoạn đối với nguồn cung khí từ Israel được

cho là đã bắt đầu ảnh hưởng đến sản xuất tại Ai Cập, qua đó nâng tỷ trọng lượng urê xuất khẩu toàn cầu có nguy cơ bị tác động lên khoảng 45%.

Số lượng các nhà sản xuất bị ảnh hưởng có thể tiếp tục gia tăng nếu xung đột kéo dài.

Trong khi đó, giá khí tự nhiên tại châu Âu đã tăng hơn 50% kể từ khi căng thẳng leo thang. Việc chi phí khí tiếp tục ở mức cao có thể buộc một số nhà sản xuất tại EU phải dừng hoạt động do hiệu quả kinh tế kém, tương tự như các đợt đóng cửa đã diễn ra trong cuộc khủng hoảng năng lượng năm 2022.

Nhu cầu cao điểm gặp áp lực nguồn cung làm gia tăng độ nhạy của giá

Bên cạnh các thị trường nhập khẩu lớn truyền thống như Ấn Độ, Brazil và Australia, EU cũng đã áp dụng các mức thuế nhập khẩu mới đối với phân bón (lên tới 100%, đặc biệt đối với phân bón nitơ) kể từ tháng 7/2025 nhằm giảm sự phụ thuộc vào nguồn cung từ Nga và Belarus. Điều này khiến EU phải tìm nguồn cung thay thế khoảng 1 triệu tấn từ các thị trường khác.

Đồng thời, hơn 25% lượng phân bón nitơ nhập khẩu của EU đến từ Ai Cập, nơi hoạt động sản xuất urê hiện đang chịu áp lực do nguồn cung khí từ Israel suy giảm. Trong khi đó, nguồn cung từ Trung Đông vẫn tiếp tục bị gián đoạn. Trong bối cảnh mùa cao điểm tiêu thụ phân bón tại Bắc bán cầu đang đến gần, khả năng điều chỉnh hoặc chuyển hướng chuỗi cung ứng là rất hạn chế.

Do đó, các nước nhập khẩu nhiều khả năng sẽ phải đối mặt với mức giá tăng mạnh bất kể nguồn cung đến từ đâu. Mặc dù các nhà sản xuất tại EU có thể nỗ lực tăng sản lượng nhưng điều này nhiều khả năng sẽ đi kèm với chi phí năng lượng tăng mạnh, đặc biệt khi căng thẳng địa chính trị vẫn đang tiếp tục tác động đến thị trường dầu khí.

Do ảnh hưởng từ những diễn biến này, giá urê toàn cầu đã tăng mạnh trong hai ngày qua, với giá tham chiếu tại Ai Cập và Trung Đông tăng 35% kể từ sau cuộc tấn công. HSC dự kiến giá phân bón sẽ tiếp tục được hỗ trợ trong bối cảnh các gián đoạn nguồn cung thực tế đang diễn ra, chi phí sản xuất tiếp tục ở mức cao do giá dầu và khí tăng – đặc biệt tại châu Âu – cùng với chi phí vận chuyển và phí bảo hiểm rủi ro chiến tranh gia tăng.

Các doanh nghiệp sản xuất urê tại Việt Nam là các bên hưởng lợi

Nguồn cung khí được đảm bảo từ các mỏ khí ngoài khơi của Việt Nam

Đối với hai doanh nghiệp sản xuất urê từ khí đốt trong danh sách khuyến nghị của HSC là Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí – CTCP (DPM) và CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM), tác động nhìn chung mang tính tích cực. Cả hai đều sử dụng khí nguyên liệu từ các mỏ khí ngoài khơi trong nước, do đó không chịu ảnh hưởng từ các gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông.

Nguồn cung khí của DPM chủ yếu đến từ các mỏ thuộc bể Cửu Long và các lô ngoài khơi khác tại vùng biển phía Nam Việt Nam. Mặc dù trữ lượng tại các mỏ đã khai thác lâu năm này đang dần suy giảm nhưng nguồn cung khí hiện tại vẫn đủ để đáp ứng hoàn toàn nhu cầu tiêu thụ khoảng 600 triệu m³/năm của DPM. Ngoài ra, từ năm 2027 trở đi, DPM dự kiến sẽ nhận thêm nguồn cung khí từ dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2B, với trữ lượng ước tính có thể hỗ trợ HĐKD của DPM thêm khoảng 17 năm. Do đó, chúng tôi không nhận thấy rủi ro thiếu hụt nguồn cung khí trong ngắn hạn đối với DPM.

Tương tự, DCM hiện đang sử dụng nguồn khí từ mỏ PM3-CAA thuộc bể Malay-Thổ Chu, là mỏ được khai thác chung giữa Việt Nam và Malaysia. DCM đã ký hợp đồng cung cấp khí dài hạn, đảm bảo nguồn khí đầu vào cho nhà máy đến năm 2031. Xa hơn, PV Gas (GAS, Mua vào, giá mục tiêu 120.000đ), đơn vị cung cấp khí cho DCM, đang phát triển các mỏ khí lân cận như mỏ khí Nam Du-U Minh và mỏ khí Khánh Mỹ-Đầm Dơi nhằm bổ sung nguồn cung sau năm 2028.

Chênh lệch chi phí khí gia tăng so với các nhà sản xuất có tỷ suất lợi nhuận cận biên tại EU

Trên phạm vi toàn cầu, giá urê thường được duy trì ở mức đủ để các nhà sản xuất cận biên với chi phí cao nhất đạt điểm hòa vốn trong dài hạn; nếu không, các nhà sản xuất này sẽ rời khỏi thị trường. Hiện tại, các nhà sản xuất tại châu Âu được xem là nhóm cung ứng có tỷ suất lợi nhuận cận biên trong thị trường urê toàn cầu, đồng nghĩa với việc giá urê quốc tế phần lớn được neo theo chi phí sản xuất tại châu Âu.

Ngược lại, giá khí đầu vào của DPM và DCM được neo theo giá dầu nhiên liệu và dầu thô, thay vì giá khí tự nhiên. Cụ thể, giá khí đầu vào của DPM được neo theo 46% MFO cộng với phí vận chuyển, trong khi công thức tính giá khí của DCM là 50% x 46% MFO + 50% x 12,7% Brent cộng với phí vận chuyển (Lưu ý: MFO – giá dầu nhiên liệu bình quân tháng).

Trong bối cảnh giá khí tự nhiên tại châu Âu tăng mạnh do căng thẳng leo thang tại Trung Đông, chi phí khí tại châu Âu đã tăng nhanh hơn đáng kể so với các mức giá neo theo dầu. Theo đó, chênh lệch chi phí giữa các doanh nghiệp sản xuất urê tại Việt Nam và các nhà sản xuất có tỷ suất lợi nhuận cận biên tại châu Âu nhiều khả năng sẽ gia tăng, qua đó hỗ trợ năng lực cạnh tranh và tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp Việt Nam trong bối cảnh hiện tại.

Ít khả năng xảy ra lệnh cấm xuất khẩu

Mặc dù urê là đầu vào quan trọng của ngành nông nghiệp nhưng không được xếp vào nhóm hàng hóa “nhạy cảm cao” theo các cam kết thương mại quốc tế của Việt Nam, trong bối cảnh nguồn cung trong nước dồi dào.

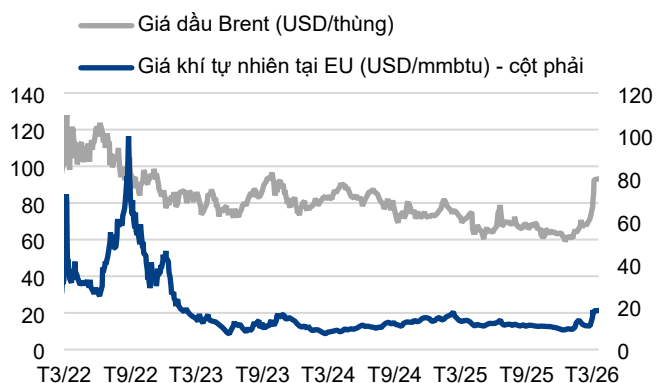
Thị trường urê nội địa của Việt Nam đang dư cung nhẹ, với nhu cầu trực tiếp từ nông nghiệp ở mức khoảng 2-2,2 triệu tấn/năm, so với sản lượng hằng năm khoảng 2,3-2,6 triệu tấn/năm.

Theo các cam kết với WTO và các hiệp định thương mại tự do, Việt Nam chỉ được phép áp dụng các biện pháp hạn chế xuất khẩu trong các tình huống khẩn cấp hoặc khủng hoảng được Chính phủ chính thức công bố.

Trong bối cảnh không có hạn chế về nguồn cung trong nước, đồng thời giá phân bón tăng chủ yếu do chi phí đầu vào tăng và xu hướng giá toàn cầu, chúng tôi cho rằng ít có rủi ro áp dụng lệnh cấm xuất khẩu phân bón.

Biểu đồ 1: Giá dầu Brent & khí tự nhiên tại EU

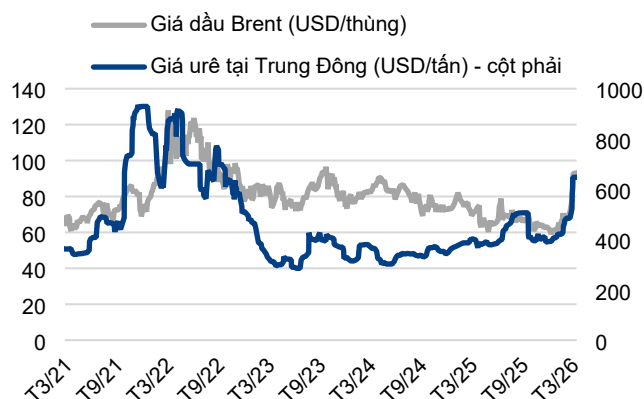
Giá dầu Brent tăng 42%, trong khi giá khí tự nhiên tại châu Âu tăng mạnh 55% sau 17 ngày kể từ thời điểm xảy ra vụ tấn công



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 2: Giá dầu Brent & urê Trung Đông

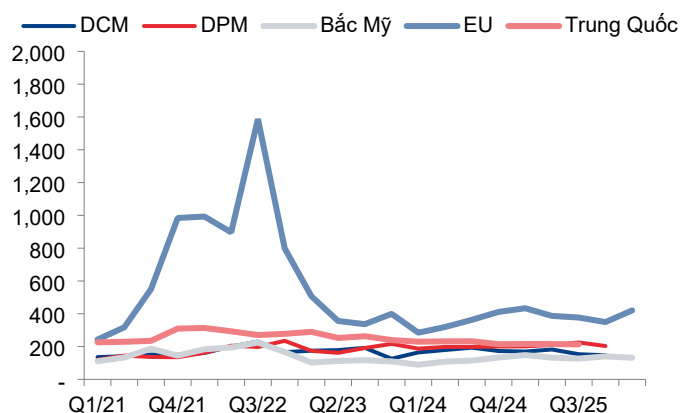
Giá urê tại Trung Đông tăng 45%, cao hơn mức tăng 42% của giá dầu Brent sau 17 ngày kể từ thời điểm xảy ra vụ tấn công



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 3: Tổng chi phí sản xuất urê (USD/tấn)

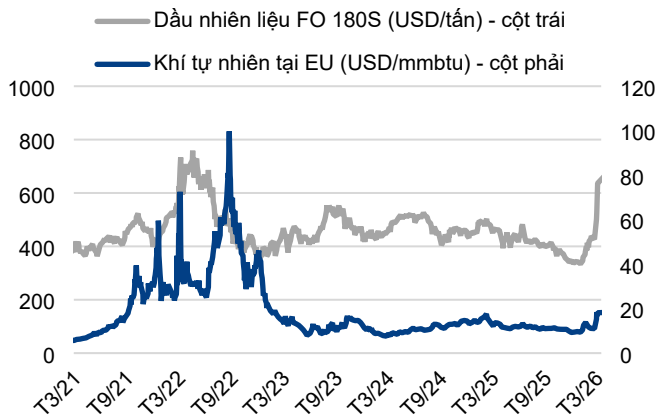
EU là khu vực sản xuất cận biên của thị trường urê, đồng nghĩa với việc giá urê toàn cầu phần lớn được neo theo chi phí sản xuất tại châu Âu



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 4: Giá dầu nhiên liệu & giá khí tự nhiên tại châu Âu

Giá khí tự nhiên tại châu Âu tăng mạnh 55% sau vụ tấn công, so với mức tăng 42% của dầu nhiên liệu, từ đó nới rộng chênh lệch chi phí giữa các nhà sản xuất tại EU và Việt Nam



Nguồn: Bloomberg

Tác động đến lợi nhuận: Giá bán bình quân tăng giúp cải thiện lợi nhuận

Đà tăng của giá bán bình quân nhiều khả năng vượt mức tăng của chi phí khí

HSC giả định giá dầu Brent bình quân đạt 82 USD/tấn (tăng 20,7% so với năm 2025) và giá dầu nhiên liệu (FO) đạt 523 USD/tấn (tăng 24,2%) trong năm 2026. Dựa trên các giả định này, chi phí khí đầu vào của DCM và DPM dự báo sẽ tăng bình quân lần lượt 18,7% và 15,8%.

Trong khi đó, giá bán tại nhà máy của DCM đã tăng hai lần trong hai tuần qua, từ 12.700đ/kg lên 17.500đ/kg, tương ứng mức tăng 38% sau cuộc tấn công vào Iran và khoảng 43% so với cùng kỳ. Mức tăng này nhìn chung đã bắt kịp mức tăng khoảng 45% của giá urê Trung Đông sau cuộc tấn công.

Theo quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định giá bán bình quân urê năm 2026 của DCM và DPM ở mức khoảng 13.400-13.600đ/kg (tăng 23-31% so với dự báo trước đó), tương ứng tăng khoảng 23-26% so với năm trước. Điều này đủ để bù đắp hoàn toàn phần chi phí khí đầu vào tăng, qua đó hỗ trợ mở rộng tỷ suất lợi nhuận của cả hai doanh nghiệp.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027

Sau khi đánh giá triển vọng cơ bản của ngành, HSC điều chỉnh tăng bình quân lần lượt 31,7% và 38,4% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 của DCM và DPM. Cụ thể:

- Đối với DCM, lợi nhuận thuần năm 2026 hiện được dự báo đạt 2.732 tỷ đồng (tăng trưởng 42,7%). Lợi nhuận thuần năm 2027 dự báo đạt 2.491 tỷ đồng (giảm 8,8%) do điều chỉnh các giả định về giá dầu nhiên liệu và giá bán bình quân. Dự báo lần đầu của chúng tôi cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt 2.469 tỷ đồng, gần như đi ngang.
- Đối với DPM, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 1.830 tỷ đồng (tăng trưởng 70,4%), sau đó giảm 6,5% trong năm 2027 xuống 1.711 tỷ đồng do điều chỉnh các giả định về giá dầu nhiên liệu và giá bán bình quân. Dự báo lần đầu của chúng tôi cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt 1.581 tỷ đồng, giảm 7,6%.

Bảng 5: Điều chỉnh giá định chi phí khí, DCM & DPM

HSC điều chỉnh tăng lần lượt 58,5%/67,6% giá định giá dầu Brent và dầu nhiên liệu FO trong năm 2026-2027 dựa trên những phân tích gần đây về xu hướng giá dầu thế giới

Chi phí khí (USD/MMBTU)	2026F				2027F				2028F	
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Mới	Tăng trưởng
Dầu Brent (USD/thùng)	51.8	82.0	58.5%	20.7%	51.8	72.0	39.1%	-12.2%	72.0	0.0%
MFO (USD/tấn)	312.2	523.2	67.6%	24.2%	312.2	469.6	50.4%	-10.2%	469.6	0.0%
Chi phí khí của DCM	6.8	10.2	49.6%	18.7%	6.8	9.2	34.6%	-10.0%	9.2	0.0%
Chi phí khí của DPM	9.0	12.0	32.8%	15.8%	9.0	11.3	25.4%	-5.6%	11.3	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Dự báo lợi nhuận đã điều chỉnh, DCM và DPM

Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 31,7%/38,4% dự báo lợi nhuận thuần của DCM và DPM trong năm 2026-2027

Tỷ đồng	2026F				2027F				2028F	
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Mới	Tăng trưởng
DCM										
Doanh thu	15,580	23,003	47.6%	35.6%	15,922	23,766	44.5%	3.3%	23,766	0.0%
Lợi nhuận thuần	2,033	2,732	34.4%	42.7%	2,119	2,491	28.9%	-8.8%	2,469	-0.9%
DPM										
Doanh thu	15,557	20,495	31.7%	23.7%	15,661	20,655	31.9%	0.8%	20,655	0.0%
Lợi nhuận thuần	1,270	1,830	44.1%	70.4%	1,290	1,711	32.6%	-6.5%	1,581	-7.6%

Nguồn: HSC

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

Trên cơ sở các dự báo lợi nhuận mới, HSC tăng lần lượt 12,1% và 16,3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF của DCM và DPM lên 53.600đ (từ 47.800đ trước đó) và 34.900đ (từ 30.000đ trước đó).

Bối cảnh định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng và 29% trong 3 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,2 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 10,6 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu mới là 53.600đ, tương đương tiềm năng tăng giá 29,3% và P/E năm 2026-2027 lần lượt là 10,4 lần và 11,4 lần.

Trong khi đó, sau khi giá cổ phiếu tăng tương tự 15% trong 1 tháng qua và 29% trong 3 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 14,1 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới là 34.900đ. Tại giá mục tiêu này, DPM giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 13 lần và 13,9 lần.

Bảng 7: Định giá và khuyến nghị, DCM và DPM

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cả 2 cổ phiếu

Công ty	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng/giảm	P/E 2026	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E trượt dự phóng 5 năm bình quân	Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân	CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần
DCM	Mua vào	53,600	29.3%	8.0	8.2	10.6	(0.8)	8.8%
DPM	Mua vào	34,900	21.4%	10.7	10.8	14.1	(0.5)	13.8%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Diễn biến giá cổ phiếu, DCM và DPM

Diễn biến giá cổ phiếu DCM và DPM có xu hướng tương đồng trong 3 tháng gần đây

	Tuyệt đối			Tương quan với chỉ số		
	1 tháng	3 tháng	12 tháng	1 tháng	3 tháng	12 tháng
DCM	5.7%	29.1%	29.5%	15.2%	32.3%	-2.6%
DPM	15.0%	29.2%	45.5%	25.3%	32.3%	9.6%

Nguồn: HSC

Mua vào (giữ nguyên)

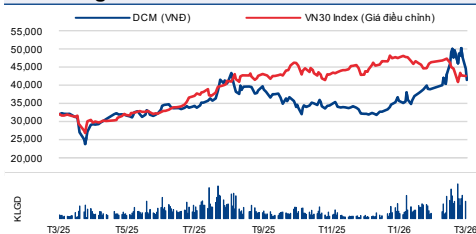
Giá mục tiêu: VNĐ53,600 (từ VNĐ47,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 29.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	41,450
Mã Bloomberg	DCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	23,801-50,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	44,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,944
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	835
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	5.74	29.1	29.5
So với chỉ số	13.9	30.8	(3.62)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,161	3,668	40.7
2027F	4,705	3,547	32.6
2028F	4,664	3,482	34.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim

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

Trần Hương Mỹ

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

Triển vọng lợi nhuận cải thiện; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC tăng 12% giá mục tiêu lên 53.600đ sau khi tăng bình quân 31,7% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027, theo các phân tích tình hình thị trường hiện tại trong bối cảnh căng thẳng tại Trung Đông leo thang.
- Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2026-2028 – cao hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 8,8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% & 29% trong 1 tháng & 3 tháng qua đồng thời tăng 22% kể từ báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi (ngày 24/11/2025), DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,2 lần, vẫn thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 10,6 lần.

Sự kiện: Căng thẳng tại Trung Đông đẩy giá phân bón tăng

Căng thẳng leo thang tại Trung Đông có thể khiến khoảng 45% lượng ure giao dịch toàn cầu đối mặt với rủi ro gián đoạn, tạo ra cú sốc nguồn cung đáng kể trong bối cảnh thị trường phân bón nitơ vốn đã thắt chặt về mặt cấu trúc. Trong bối cảnh công suất dự phòng toàn cầu hạn chế và châu Âu vẫn là nhà sản xuất có tỷ suất lợi nhuận mỏng, việc giá khí tăng mạnh, đặc biệt là giá khí tự nhiên, đang đẩy đường cong chi phí lên cao hơn và củng cố tiềm năng tăng giá đối với phân bón nitơ.

Diễn biến này nhìn chung mang tính tích cực đối với DCM, do Công ty sử dụng khí tự nhiên từ các mỏ ngoài khơi trong nước, qua đó hạn chế phần lớn tác động từ gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông, trong khi thị trường phân bón Việt Nam vận hành theo cơ chế thị trường, cho phép giá bán bám sát diễn biến giá quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng giá ure tăng sẽ bù đắp hoàn toàn cho mức tăng của chi phí khí đầu vào đang xác định theo giá dầu (neo theo MFO/Brent).

Tác động: Nâng dự báo cho các năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC điều chỉnh tăng bình quân 31,7% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027 của DCM. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo đạt 2.732 tỷ đồng (tăng trưởng 42,7%) nhờ tăng giả định giá bán bình quân, qua đó bù đắp mức tăng của chi phí đầu vào, đồng thời lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 8,8%. Đáng chú ý, dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi cao hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% & 29% trong 1 tháng & 3 tháng qua, đồng thời tăng 22% kể từ báo cáo cập nhật gần nhất, DCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,2 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 10,6 lần. HSC điều chỉnh tăng 12,1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 53.600đ (từ 47.800đ trước đó), phản ánh việc nâng dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027 trong khi giả định WACC không thay đổi. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 29%, tương đương P/E dự phóng năm 2026-2027 lần lượt là 10,4 lần và 11,4 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,287	2,190	3,078 ▲	2,803 ▲	2,788
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,222	1,915	2,732 ▲	2,491 ▲	2,469
EPS ĐC (đồng)	2,308	3,618	5,161 ▲	4,705 ▲	4,664
DPS (đồng)	2,000	1,500	1,500 ▲	1,500 ▲	1,500
BVPS (đồng)	19,162	20,228	23,373	26,107	28,805
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.2	7.57	4.53	4.74	4.50
P/E ĐC (lần)	18.0	11.5	8.03	8.81	8.89
Lợi suất cổ tức (%)	4.83	3.62	3.62	3.62	3.62
P/B (lần)	2.16	2.05	1.77	1.59	1.44
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	10.2	56.7	42.7	(8.84)	(0.86)
ROAE (%)	12.2	18.4	23.7	19.0	17.0

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

Triển vọng lợi nhuận tích cực hơn dẫn đến giá mục tiêu cao hơn; khuyến nghị Mua vào

HSC tăng bình quân 31,7% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 để phản ánh các yếu tố nền tảng của thị trường vững chắc hơn trong bối cảnh cạnh tranh tại Trung Đông leo thang. Dù giá dầu Brent và FO tăng mạnh làm gia tăng chi phí đầu vào nhưng tác động này được bù đắp hoàn toàn nhờ giá bán cao hơn. BLĐ tái khẳng định DCM đã đảm bảo nguồn cung khí dài hạn ít nhất đến năm 2031, với nguồn khí dùng cho HCKD bình thường được cung cấp đủ từ các mỏ khí chung Việt Nam-Malaysia, qua đó phần lớn không chịu ảnh hưởng từ các gián đoạn hiện tại tại Trung Đông. Mặc dù tăng trưởng dự kiến chậm lại trong giai đoạn 2027-2028 nhưng dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 8,8%. Chúng tôi tăng 12,1% giá mục tiêu lên 53.600đ và duy trì khuyến nghị Mua vào, tương đương tiềm năng tăng giá 29%.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027

Sau khi đánh giá các yếu tố cơ bản của thị trường, HSC điều chỉnh tăng bình quân 31,7% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 2.732 tỷ đồng (điều chỉnh tăng 34%), tương ứng tăng trưởng 42,7%, trong khi dự báo năm 2027 (tăng 29%) và dự báo lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần giảm lần lượt 9% và 1%.

Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 8,8%.

Bảng 9: Dự báo và giả định lợi nhuận cũ và mới, DCM

HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 8,8%

Tỷ đồng	2026F				2027F				2028F	
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo lần đầu	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	15,580	23,003	47.6%	35.6%	15,922	23,766	44.5%	3.3%	23,766	0.0%
Lợi nhuận thuần	2,033	2,732	34.4%	42.7%	2,119	2,491	28.9%	-8.8%	2,469	-0.9%
Chi phí khí (USD/MMBTU)										
Dầu Brent (USD/thùng)	51.8	82.0	58.5%	20.7%	51.8	72.0	39.1%	-12.2%	72	0.0%
MFO (USD/tấn)	312.2	523.2	67.6%	24.2%	312.2	469.6	50.4%	-10.2%	469.6	0.0%
Chi phí khí	6.8	10.2	49.6%	18.7%	6.8	9.2	34.6%	-10.0%	9.2	0.0%
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)										
Urê	880,000	880,000	0.0%	-0.5%	880,000	880,000	0.0%	0.0%	880,000	0.0%
NPK	330,000	450,000	36.4%	7.3%	360,000	450,000	25.0%	0.0%	450,000	0.0%
Phân bón nhập khẩu	320,000	380,000	18.8%	10.8%	280,000	380,000	35.7%	0.0%	380,000	0.0%
Giá bán bình quân (đồng/kg)										
Urê	10.90	13.44	23.3%	23.1%	10.3	12.9	25.1%	-4.2%	12.9	0.0%
NPK	11.7	13.7	17.0%	16.1%	11.3	13.0	15.3%	-4.8%	12.9	-1.1%
Phân bón nhập khẩu	10.4	13.2	26.8%	12.9%	9.4	13.2	40.1%	-0.2%	12.9	-2.2%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 (tỷ đồng) đối với các biến số quan trọng, DCM

Chi phí khí đầu vào (cột dươí)	Giá bán urê				
	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%
-10%	2,301	2,769	3,237	3,705	4,172
-5%	2,049	2,517	2,985	3,452	3,920
0%	1,797	2,264	2,732	3,200	3,668
5%	1,544	2,012	2,480	2,948	3,415
10%	1,292	1,760	2,228	2,695	3,163

Nguồn: HSC

Đáng chú ý, giá khí đầu vào và giá bán urê được xem là các yếu tố gây biến động chính đối với lợi nhuận thuần của DCM; HSC trình bày độ nhạy của từng yếu tố so với kịch bản cơ sở trong bảng trên.

Định giá và khuyến nghị

Do điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027, HSC tăng 12% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 53.600đ. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 29%, tương đương P/E các năm 2026-2027 lần lượt là 10,4 lần và 11,4 lần.

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

HSC tóm tắt các tính toán và giả định định giá trong Bảng 11-13. 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 14.

Bảng 11: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DCM

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	2,657	2,372	2,348	2,266	2,147
Thu nhập thuần trừ nợ vay	2,657	2,372	2,348	2,266	2,147
Cộng: Khấu hao	420	431	440	449	458
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(261)	(265)	(269)	(273)	(277)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	706	(945)	(876)	707	(224)
UFCF	3,523	1,594	1,643	3,149	2,104

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán WACC, DCM

Tính toán WACC	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta (lần)	1.2
Chi phí vốn CSH	14.7%
Lãi suất bình quân	5.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.5%
Chi phí nợ sau thuế	4.0%
Tỷ trọng nợ	95.0%
WACC	14.0%

Nguồn: HSC

Bảng 13: 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	9,554
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	10,565
Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	20,119
Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	10,231
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(1,974)
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	28,376
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	529
Giá trị hợp lý	Đồng/cp	53,600

Nguồn: HSC

Bảng 14: 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%	54,200	55,200	56,300	57,500	58,800
	3.5%	53,000	53,900	54,900	56,000	57,100
	4.0%	51,900	52,700	53,600	54,600	55,600
	4.5%	50,800	51,600	52,400	53,300	54,300
	5.0%	49,900	50,600	51,300	52,100	53,000

Nguồn: HSC

Biểu đồ 15: P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM

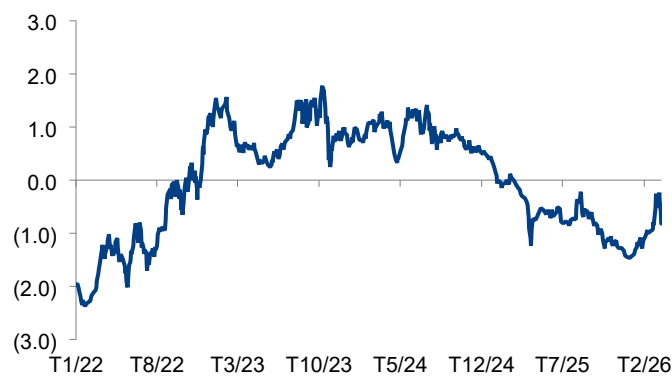
Dựa trên ước tính của chúng tôi, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,2 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DCM

...thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 10,6 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% và 29% trong 1 tháng và 3 tháng qua, DCM đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 8,2 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 10,6 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	13,456	16,961	23,003	23,766	23,766
Lợi nhuận gộp	2,513	4,035	5,626	5,439	5,415
Chi phí BH&QL	(1,495)	(2,189)	(2,968)	(3,067)	(3,067)
Thu nhập khác	1.12	5.58	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,019	1,852	2,657	2,372	2,348
Lãi vay thuần	305	305	414	428	428
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,324	2,157	3,071	2,800	2,776
Chi phí thuế TNDN	(94.1)	(239)	(322)	(294)	(291)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(8.35)	(2.03)	(16.5)	(15.0)	(14.9)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,222	1,915	2,732	2,491	2,469
Lợi nhuận thuần ĐC	1,222	1,915	2,732	2,491	2,469
EBITDA ĐC	1,287	2,190	3,078	2,803	2,788
EPS (đồng)	2,308	3,618	5,161	4,705	4,664
EPS ĐC (đồng)	2,308	3,618	5,161	4,705	4,664
DPS (đồng)	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
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)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	1,903	3,590	5,476	5,711	5,956
Đầu tư ngắn hạn	7,039	4,082	4,490	4,939	5,433
Phải thu khách hàng	529	1,263	1,204	1,406	1,484
Hàng tồn kho	2,950	4,804	4,902	5,642	5,882
Các tài sản ngắn hạn khác	500	709	830	905	930
Tổng tài sản ngắn hạn	12,921	14,449	16,903	18,603	19,685
TSCĐ hữu hình	2,172	2,416	2,259	2,098	1,932
TSCĐ vô hình	364	426	424	419	414
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	272	354	227	299	298
Tổng tài sản dài hạn	2,808	3,196	2,910	2,815	2,643
Tổng cộng tài sản	15,729	17,645	19,813	21,419	22,328
Nợ ngắn hạn	1,229	2,226	1,926	1,926	1,926
Phả trả người bán	1,612	1,764	2,213	2,145	2,131
Nợ ngắn hạn khác	1,556	1,220	1,391	1,455	871
Tổng nợ ngắn hạn	4,681	5,982	6,122	6,251	5,725
Nợ dài hạn	120	56.8	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	751	866	1,269	1,284	1,275
Tổng nợ dài hạn	871	923	1,269	1,284	1,275
Tổng nợ phải trả	5,552	6,905	7,391	7,535	7,000
Vốn chủ sở hữu	10,144	10,709	12,374	13,821	15,249
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.8	31.4	47.9	63.0	77.9
Tổng vốn chủ sở hữu	10,177	10,740	12,422	13,884	15,327
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,729	17,645	19,813	21,419	22,328
BVPS (đ)	19,162	20,228	23,373	26,107	28,805
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(554)	(1,308)	(3,551)	(3,786)	(4,030)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,019	1,852	2,657	2,372	2,348
Khấu hao	(268)	(339)	(420)	(431)	(440)
Lãi vay thuần	305	305	414	428	428
Thuế TNDN đã nộp	(94.1)	(239)	(322)	(294)	(291)
Thay đổi vốn lưu động	(912)	(2,424)	706	(945)	(876)
Khác	(509)	(1,043)	(656)	(553)	(559)
LCT thuần từ HĐKD	77.5	(1,211)	3,219	1,439	1,489
Đầu tư TS dài hạn	(791)	(427)	(261)	(265)	(269)
Góp vốn & đầu tư	(14,041)	(11,373)	(408)	(449)	(494)
Thanh lý	4.09	0	0	0	0
Khác	14,786	14,820	545	563	563
LCT thuần từ HĐĐT	(41.6)	3,021	(124)	(150)	(199)
Cổ tức trả cho CSH	(1,059)	(1,055)	(794)	(794)	(794)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	437	934	(416)	(260)	(251)
Khác	(2.91)	(1.60)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(625)	(123)	(1,210)	(1,054)	(1,045)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,284	1,903	3,590	5,476	5,711
LCT thuần trong kỳ	(589)	1,687	1,886	235	244
Ảnh hưởng của tỷ giá	208	0.14	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,903	3,590	5,476	5,711	5,956
Dòng tiền tự do	(714)	(1,638)	2,959	1,175	1,220

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.7	23.8	24.5	22.9	22.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	9.57	12.9	13.4	11.8	11.7
Tỷ suất LNT (%)	9.08	11.3	11.9	10.5	10.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	7.10	11.1	10.5	10.5	10.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.04	26.0	35.6	3.32	0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(28.0)	70.2	40.5	(8.93)	(0.54)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	10.2	56.7	42.7	(8.84)	(0.86)
Tăng trưởng EPS (%)	10.2	56.7	42.7	(8.84)	(0.86)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	10.2	56.7	42.7	(8.84)	(0.86)
Tăng trưởng DPS (%)	0	(25.0)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	86.6	41.5	29.1	31.9	32.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.2	18.4	23.7	19.0	17.0
ROACE (%)	9.36	16.3	21.0	16.4	14.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.87	1.02	1.23	1.15	1.09
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.08	(0.65)	1.21	0.61	0.63
Số ngày tồn kho	98.4	136	103	112	117
Số ngày phải thu	17.6	35.7	25.3	28.0	29.5
Số ngày phải trả	53.8	49.8	46.5	42.7	42.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(3.17)	(5.70)	(25.0)	(22.9)	(21.9)
Nợ/tài sản (%)	10.1	16.9	12.1	11.9	11.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.23	1.36	0.78	0.91	0.94
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.76	2.42	2.76	2.98	3.44
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.07	0.98	0.61	0.56	0.53
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.2	7.57	4.53	4.74	4.50
P/E (lần)	18.0	11.5	8.03	8.81	8.89
P/E ĐC (lần)	18.0	11.5	8.03	8.81	8.89
P/B (lần)	2.16	2.05	1.77	1.59	1.44
Lợi suất cổ tức (%)	4.83	3.62	3.62	3.62	3.62

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

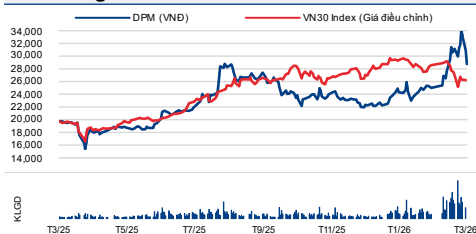
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ34.900 (từ VNĐ30.000)
 Tiềm năng tăng/giảm: 21.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2026)	28,750
Mã Bloomberg	DPM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,411-34,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	30,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	19,550
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	744
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	15.0	29.2	45.5
So với chỉ số	23.9	30.9	8.35
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,691	1,813	48.4
2027F	2,516	2,264	11.1
2028F	2,325	2,715	(14.4)

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

Tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới/cao hơn; Mua vào

- HSC tăng 16% giá mục tiêu lên 34.900đ trên cơ sở tăng bình quân 38% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027, sau khi phân tích triển vọng trong bối cảnh gián đoạn tại Trung Đông.
- Dự báo mới của chúng tôi, bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 13,8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 15% & 29% trong 1 tháng & 3 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 14,1 lần.

Sự kiện: Phân tích tác động của chiến sự Trung Đông đến các yếu tố cơ bản của thị trường phân bón

Việc Iran đóng cửa eo biển Hormuz đã làm gián đoạn hoạt động xuất khẩu của các nhà sản xuất chủ chốt tại khu vực Vùng Vịnh, làm ảnh hưởng trực tiếp đến 30-35% tổng sản lượng ure xuất khẩu toàn cầu. Tỷ lệ này còn có thể tăng lên 45% nếu tính cả các quốc gia có sản xuất phụ thuộc đáng kể vào nguồn khí từ Trung Đông. Tồn thất về sản xuất thực tế và logistics cho thấy tình trạng thắt chặt trên thị trường phân bón nitơ toàn cầu sẽ kéo dài hơn, đẩy đường cong chi phí toàn cầu đi lên và làm gia tăng độ nhạy của giá đối với các gián đoạn nguồn cung tiếp theo.

HSC cho rằng diễn biến này nhìn chung mang tính tích cực đối với DPM do Công ty sử dụng khí tự nhiên từ các mỏ ngoài khơi trong nước, qua đó phần lớn hạn chế tác động từ các gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông, trong khi giá bán bám sát các mức giá tham chiếu toàn cầu. Chúng tôi kỳ vọng giá ure tăng sẽ bù đắp hoàn toàn cho mức tăng của chi phí khí đầu vào đang xác định theo giá dầu (neo theo MFO/Brent).

Tác động: Nâng dự báo cho các năm 2026-2027, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC tăng bình quân 38% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027 của DPM. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo đạt 1.830 tỷ đồng (tăng trưởng 70,4%) nhờ tăng giá định giá bán bình quân, qua đó bù đắp mức tăng của chi phí đầu vào.

Theo dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 – cao hơn bình quân dự báo thị trường – lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 13,8%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 15% và 29% trong 1 tháng và 3 tháng qua, DPM đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 14,1 lần. HSC tăng 16,3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 34.900đ (từ 30.000đ trước đó) để phản ánh việc nâng dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 21%, tương đương P/E dự phóng năm 2026-2027 lần lượt là 13,0 lần và 13,9 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	756	1,379	2,561 ▲	2,428 ▲	2,294
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	538	1,074	1,830 ▲	1,711 ▲	1,581
EPS ĐC (đồng)	791	1,579	2,691 ▲	2,516 ▲	2,325
DPS (đồng)	1,500	1,200	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	16,441	16,960	18,173	19,207 ▲	20,044
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.8	10.8	5.29	5.49	5.78
P/E ĐC (lần)	36.4	18.2	10.7	11.4	12.4
Lợi suất cổ tức (%)	5.22	4.17	5.22	5.22	5.22
P/B (lần)	1.75	1.70	1.58	1.50	1.43
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	3.52	99.7	70.4	(6.51)	(7.59)
ROAE (%)	4.73	9.46	15.3	13.5	11.8

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

Duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực

HSC tăng bình quân 38,4% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 để phản ánh các yếu tố nền tảng của thị trường vững chắc hơn trong bối cảnh căng thẳng tại Trung Đông leo thang. Dù giá dầu Brent và FO tăng mạnh làm gia tăng chi phí đầu vào nhưng tác động này được bù đắp hoàn toàn nhờ giá bán cao hơn. BLĐ tái khẳng định DPM có đủ nguồn cung khí cho HĐKD bình thường, được cung cấp từ các mỏ khí trong nước, nhờ đó nhìn chung không chịu ảnh hưởng từ các gián đoạn hiện tại tại Trung Đông. Mặc dù tăng trưởng dự kiến chậm lại trong các năm 2027-2028 nhưng dự báo của HSC cho thấy lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR 3 năm đạt 13,8%. Chúng tôi tăng 16,3% giá mục tiêu lên 34.900đ, tiềm năng tăng giá 21%.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027

Sau khi đánh giá các yếu tố cơ bản của thị trường, HSC điều chỉnh tăng bình quân 38,4% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 1.830 tỷ đồng (điều chỉnh tăng 44%), tương đương tăng trưởng 70%, trong khi dự báo năm 2027 và dự báo lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần giảm lần lượt 6,5% và 7,6%.

Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 13,8%.

Bảng 17: Dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và dự báo lần đầu cho năm 2028, DPM

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 13,8%

Tỷ đồng	2026F				2027F				2028F	
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo lần đầu	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	15,557	20,495	31.7%	23.7%	15,661	20,655	31.9%	0.8%	20,655	0.0%
Lợi nhuận thuần	1,270	1,830	44.1%	70.4%	1,290	1,711	32.6%	-6.5%	1,581	-7.6%
Chi phí khí (USD/MMBTU)										
Dầu Brent (USD/thùng)	51.8	82	58.5%	20.7%	51.8	72	39.1%	-12.2%	72	0.0%
MFO (USD/tấn)	312.2	523.2	67.6%	24.2%	312.2	469.6	50.4%	-10.2%	469.6	0.0%
Chi phí khí	9	12	32.8%	15.8%	9	11.3	25.4%	-5.6%	11.3	0.0%
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)										
Urê	870,000	870,000	0.0%	5.6%	880,000	880,000	0.0%	1.1%	880,000	0.0%
NPK	63,000	63,000	0.0%	3.9%	65,000	65,000	0.0%	3.2%	65,000	0.0%
Phân bón nhập khẩu	200,000	220,000	10.0%	18.3%	200,000	250,000	25.0%	13.6%	250,000	0.0%
Giá bán bình quân (đồng/kg)										
Urê	10.4	13.6	31.1%	23.6%	10.4	12.9	24.1%	-5.4%	12.9	0.0%
Ammonia	8.8	13.8	56.9%	30.2%	8.8	12.9	46.6%	-6.6%	12.9	0.0%
NPK	11.8	13.3	12.8%	13.9%	11.8	13.1	11.0%	-1.5%	13.1	0.0%
Phân bón nhập khẩu	10.2	10.5	3.1%	13.7%	10.2	10.4	1.6%	-1.5%	10.4	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Phân tích độ nhạy lợi nhuận thuần năm 2026 (tỷ đồng) đối với các biến số chính, DPM

Chi phí khí đầu vào (cột dưới)	Giá bán urê				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
-10%	1,505	1,928	2,352	2,776	3,199
-5%	1,244	1,667	2,091	2,515	2,938
0%	983	1,406	1,830	2,254	2,677
5%	722	1,145	1,569	1,993	2,416
10%	461	884	1,308	1,732	2,155

Nguồn: HSC

Đáng chú ý, giá khí đầu vào và giá bán urê được xem là các yếu tố gây biến động chính đối với lợi nhuận thuần của DPM; HSC trình bày độ nhạy của từng yếu tố so với kịch bản cơ sở trong bảng trên.

Định giá và khuyến nghị

Do điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027, HSC tăng 16,3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 34.900đ. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 21%, tương đương P/E dự phóng năm 2026-2027 lần lượt là 13,0 lần và 13,9 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

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

HSC tóm tắt các tính toán và giả định định giá 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 19: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DPM

Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	2,115	1,968	1,819	1,590	1,382
Thu nhập thuần trừ nợ vay	2,115	1,968	1,819	1,590	1,382
Cộng: Khấu hao	447	461	475	490	506
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(558)	(498)	(494)	(527)	(546)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1,198	(202)	(261)	488	339
UFCF	3,202	1,728	1,539	2,041	1,681

Nguồn: HSC

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	5.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	19%
Chi phí nợ sau thuế	3.7%
Tỷ trọng nợ	95.0%
WACC	13.2%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Tính toán DCF, DPM

Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị (cuối 2026)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2%
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	8,364
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	9,361
Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	17,725
Cộng: Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	10,383
Trừ: Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(4,391)
Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	23,716
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	680
Giá trị hợp lý	Đồng/cp	34,900

Nguồn: HSC

Bảng 22: 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

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	35,300	36,000	36,800	37,700	39,800
	3.5%	34,400	35,100	35,800	36,600	38,400
	4.0%	33,600	34,200	34,900	35,600	37,200
	4.5%	32,900	33,400	34,000	34,700	36,100
	5.0%	32,200	32,700	33,200	33,800	35,200

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 10,8 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi) ...



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

... thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 14,1 lần



Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 15% và 29% trong 1 tháng và 3 tháng qua, DPM đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2022 ở mức 14,1 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	13,496	16,564	20,495	20,655	20,655
Lợi nhuận gộp	1,898	2,939	4,502	4,146	4,004
Chi phí BH&QL	(1,540)	(1,929)	(2,388)	(2,178)	(2,186)
Thu nhập khác	4.46	18.0	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	363	1,028	2,115	1,968	1,819
Lãi vay thuần	304	322	149	148	136
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.65	3.04	3.27	3.43	3.60
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	669	1,353	2,267	2,119	1,958
Chi phí thuế TNDN	(115)	(258)	(390)	(364)	(337)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(16.5)	(21.9)	(46.9)	(43.9)	(40.5)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	538	1,074	1,830	1,711	1,581
Lợi nhuận thuần ĐC	538	1,074	1,830	1,711	1,581
EBITDA ĐC	756	1,379	2,561	2,428	2,294
EPS (đồng)	791	2,202	2,691	2,516	2,325
EPS ĐC (đồng)	791	1,579	2,691	2,516	2,325
DPS (đồng)	1,500	1,200	1,500	1,500	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	680	488	680	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)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	1,005	1,168	2,548	2,823	3,317
Đầu tư ngắn hạn	9,464	7,835	7,835	7,835	7,443
Phải thu khách hàng	653	1,390	1,362	1,494	1,533
Hàng tồn kho	1,731	3,434	3,008	3,244	3,533
Các tài sản ngắn hạn khác	367	683	611	661	712
Tổng tài sản ngắn hạn	13,220	14,510	15,364	16,057	16,539
TSCĐ hữu hình	1,942	1,818	1,910	2,007	2,109
TSCĐ vô hình	859	894	831	767	704
Bất động sản đầu tư	181	171	161	152	142
Đầu tư dài hạn	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60
Đầu tư vào Cty LD,LK	30.6	31.8	31.8	31.8	31.8
Tài sản dài hạn khác	317	348	439	453	442
Tổng tài sản dài hạn	3,333	3,267	3,376	3,414	3,433
Tổng cộng tài sản	16,552	17,777	18,741	19,471	19,971
Nợ ngắn hạn	3,422	4,164	4,164	4,164	4,164
Phả trả người bán	691	671	924	917	902
Nợ ngắn hạn khác	811	844	688	615	598
Tổng nợ ngắn hạn	5,199	6,028	6,179	6,156	6,095
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	133	133	133	133	133
Nợ dài hạn khác	41.2	82.7	71.6	122	114
Tổng nợ dài hạn	174	215	204	255	247
Tổng nợ phải trả	5,372	6,244	6,383	6,410	6,342
Vốn chủ sở hữu	11,180	11,533	12,358	13,061	13,630
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	11,180	11,533	12,358	13,061	13,630
Tổng nợ phải trả và VCSH	16,552	17,777	18,741	19,471	19,971
BVPS (đ)	16,441	16,960	18,173	19,207	20,044
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,417	2,996	1,616	1,341	847

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	363	1,028	2,115	1,968	1,819
Khấu hao	(394)	(351)	(447)	(461)	(475)
Lãi vay thuần	304	322	149	148	136
Thuế TNDN đã nộp	(115)	(258)	(390)	(364)	(337)
Thay đổi vốn lưu động	188	(3,061)	1,011	(390)	(449)
Khác	(186)	(454)	(426)	(270)	(215)
LCT thuần từ HĐKD	948	(2,072)	2,905	1,552	1,430
Đầu tư TS dài hạn	(85.5)	(129)	(558)	(498)	(494)
Góp vốn & đầu tư	(17,258)	(19,079)	0	0	392
Thanh lý	0.52	2.82	0	0	0
Khác	13,535	21,286	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(3,808)	2,081	(558)	(498)	(102)
Cổ tức trả cho CSH	(801)	(587)	(816)	(1,020)	(1,020)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	5,068	8,381	(151)	241	186
Khác	(1,646)	(7,638)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,621	155	(967)	(779)	(834)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,242	1,005	1,168	2,548	2,823
LCT thuần trong kỳ	(240)	164	1,380	275	494
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.18	(0.40)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,005	1,168	2,548	2,823	3,317
Dòng tiền tự do	862	(2,202)	2,347	1,054	936

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.1	17.7	22.0	20.1	19.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.60	8.32	12.5	11.8	11.1
Tỷ suất LNT (%)	3.98	6.48	8.93	8.28	7.65
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.2	19.0	17.2	17.2	17.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(0.54)	22.7	23.7	0.78	0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	7.26	82.3	85.8	(5.19)	(5.54)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	3.52	99.7	70.4	(6.51)	(7.59)
Tăng trưởng EPS (%)	3.52	178	22.2	(6.51)	(7.59)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	3.52	99.7	70.4	(6.51)	(7.59)
Tăng trưởng DPS (%)	(25.0)	(20.0)	25.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	190	54.5	55.7	59.6	64.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.73	9.46	15.3	13.5	11.8
ROACE (%)	3.13	8.90	17.4	15.2	13.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.90	0.97	1.12	1.08	1.05
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.61	(2.02)	1.37	0.79	0.79
Số ngày tồn kho	54.5	92.0	68.7	71.7	77.5
Số ngày phải thu	20.6	37.2	31.1	33.0	33.6
Số ngày phải trả	21.7	18.0	21.1	20.3	19.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	23.6	28.2	15.3	12.6	8.44
Nợ/tài sản (%)	22.0	24.9	23.7	23.0	22.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	4.81	3.21	1.73	1.84	1.95
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.54	2.41	2.49	2.61	2.71
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.94	0.90	0.66	0.65	0.64
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.8	10.8	5.29	5.49	5.78
P/E (lần)	36.4	13.1	10.7	11.4	12.4
P/E ĐC (lần)	36.4	18.2	10.7	11.4	12.4
P/B (lần)	1.75	1.70	1.58	1.50	1.43
Lợi suất cổ tức (%)	5.22	4.17	5.22	5.22	5.22

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