

Các doanh nghiệp sản xuất urê: Có khả năng được khấu trừ thuế GTGT đầu vào

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

- HSC kỳ vọng Dự thảo sửa đổi Luật Thuế GTGT – theo đó các doanh nghiệp sản xuất phân bón sẽ có thể được kê khai khấu trừ thuế GTGT đầu vào – dự kiến sẽ được thông qua trong tháng 10/2024 và chính thức có hiệu lực từ đầu năm 2025.
- Sau khi phân tích các xu hướng về giá đầu ra và chi phí đầu vào của ngành, cũng như những tác động liên quan đến Luật Thuế GTGT sửa đổi, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đối với DCM/DPM, nhưng tăng bình quân lần lượt 16,9% và 36,8% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026.
- Với triển vọng lợi nhuận tích cực hơn và một số điều chỉnh về định giá, HSC tăng giá mục tiêu đối với DCM và DPM. DPM (nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng) trở thành lựa chọn hàng đầu của chúng tôi với tiềm năng tăng giá 8,6% tại giá mục tiêu mới. Đối với DCM, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 7,4%.

Luật Thuế GTGT sửa đổi sẽ có lợi cho DCM và DPM

Tại Kỳ họp thứ 7 của Quốc hội (diễn ra từ ngày 20/5/2024 đến ngày 28/6/2024), các đại biểu sẽ thảo luận về Luật Thuế GTGT sửa đổi. Một điểm trong lần sửa đổi này sẽ có tác động đến các doanh nghiệp sản xuất phân bón, đó là việc chuyển phân bón vào danh mục sản phẩm chịu thuế suất VAT 5% (từ danh mục sản phẩm không chịu thuế). Khi Luật Thuế GTGT sửa đổi có hiệu lực, DCM và DPM sẽ có thể kê khai khấu trừ thuế GTGT đầu vào từ năm 2025.

Nâng dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 đối với DCM và DPM nhưng tăng đáng kể bình quân 16,9% và 36,8% dự báo lợi nhuận lần lượt cho năm 2025-2026 do việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào đã được đưa vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Cho giai đoạn 2023-2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 7,3% đối với DCM (từ mức lợi nhuận thuần 1.109 tỷ đồng của năm 2023) và 20,8% đối với DPM (so với mức nền thấp 519 tỷ đồng năm 2023).

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng lần lượt 4,1% và 1,8% giá mục tiêu đối với DCM và DPM lên 40.600đ và 38.600đ nhờ tăng dự báo lợi nhuận thuần, tăng giả định WACC, và lùi thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2025.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần, chỉ cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,3 lần. HSC nâng khuyến nghị đối với DPM lên Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá là 8,6% tại giá mục tiêu mới. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu DPM nhờ tiền mặt thuần ổn định và BLE dày dặn kinh nghiệm. Ngoài ra, cổ phiếu còn được ưa thích nhờ lợi nhuận dự báo tăng trưởng mạnh hơn, định giá đang ở mức thấp so với bình quân quá khứ, và tiềm năng tăng giá cao.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 là 9,5 lần. Cổ phiếu DCM xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực hơn sau khi Công ty mua lại nhà máy phân bón NPK Hàn-Việt, giúp tăng gấp đôi công suất sản xuất NPK, và những thay đổi có lợi liên quan đến Luật Thuế GTGT. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DCM, với tiềm năng tăng giá 7,4%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/5.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
DCM	37,800	Tăng tỷ trọng	-	40,600	4.10	7.41	17.7	14.0	9.11	6.58	5.29	3.97
DPM	35,550	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	38,600	1.85	8.58	19.7	13.7	6.02	4.06	4.22	4.22

*Giá cổ phiếu tại ngày 24/5/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Tăng dự báo nhờ Luật Thuế GTGT sửa đổi	3
Luật Thuế GTGT sửa đổi có khả năng hỗ trợ lợi nhuận năm 2025-2026 một cách đáng kể	3
Các yếu tố cơ bản khác	3
Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026	5
Định giá và khuyến nghị	5
 Báo cáo thành phần	
Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM)	7
CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)	12

Tăng dự báo nhờ Luật Thuế GTGT sửa đổi

Luật thuế GTGT sửa đổi có khả năng được thông qua vào tháng 10/2024 và có hiệu lực từ năm 2025. HSC phản ánh điều này vào mô hình dự báo và do đó tăng đáng kể dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 – tăng bình quân 16.9% đối với DCM và 36.8% đối với DPM. Chúng tôi cũng tăng 4,1% giá mục tiêu đối với DCM lên 40.600đ và 1,8% giá mục tiêu đối với DPM lên 38.600đ nhờ tác động tích cực từ việc tăng dự báo lợi nhuận và việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 đã bù trừ cho tác động tiêu cực từ việc tăng các giả định WACC. Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với cả 2 cổ phiếu nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực hơn, cũng như tiềm năng tăng giá cao hơn.

Luật Thuế GTGT sửa đổi có khả năng hỗ trợ lợi nhuận năm 2025-2026 một cách đáng kể

Tại Kỳ họp thứ 7 của Quốc hội (từ ngày 20/5/2024 đến ngày 28/6/2024), các đại biểu sẽ thảo luận về Luật Thuế GTGT sửa đổi và sau đó tiến hành biểu quyết để thông qua dự luật trong Kỳ họp lần thứ 8 diễn ra vào tháng 10/2024.

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

Luật Thuế GTGT sửa đổi và đặc biệt là những thay đổi liên quan đến danh mục sản phẩm phân bón chịu thuế đã được soạn thảo và được Hiệp hội Phân bón Việt Nam và Bộ Tài chính xem xét tại nhiều cuộc thảo luận nội bộ trong ngành và công khai kể từ năm 2016, trước khi dự luật được trình lên Quốc hội để thảo luận và thông qua. Do đó, chúng tôi tin rằng dự luật sửa đổi này sẽ được thông qua trong tháng 10-11/2024 and bắt đầu có hiệu lực từ năm 2025.

Trên cơ sở đó, HSC điều chỉnh tăng đáng kể bình quân 16.9% và 36.8% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 đối với DCM và DPM.

Các yếu tố cơ bản khác

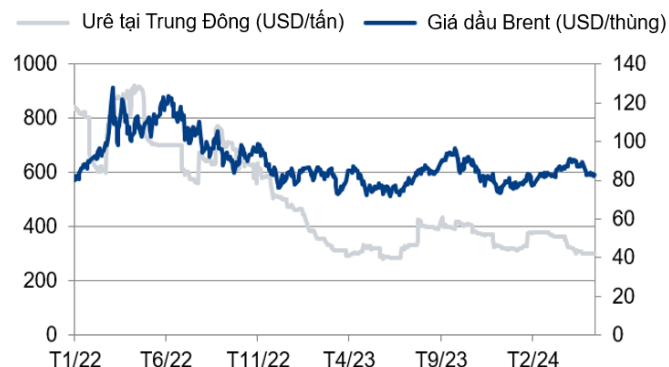
Giá dầu dự báo tăng trong giai đoạn 2024-2026

Trong Q1/2024, giá dầu Brent giao ngay ở mức bình quân 81,7 USD/thùng, gần như đi ngang so với cùng kỳ. Theo đó, giá urê toàn cầu giảm. Giá urê giao ngay bình quân tại khu vực Trung Đông (đại diện cho giá urê toàn cầu được Ngân hàng Thế giới sử dụng) trong Q1/2024 giảm 8,8% so với cùng kỳ xuống 339 USD/tấn.

Tuy nhiên, Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) đã nâng dự báo giá dầu Brent năm 2024 lên 87,8 USD/thùng, và cho năm 2025-2026 lên bình quân 85,4 USD/thùng, tăng lần lượt 6,6% và 6,8% so với dự báo trước đó do rủi ro địa chính trị gia tăng liên quan đến cuộc xung đột tại Biển Đỏ, tình hình căng thẳng tại Iraq-Iran, cũng như nhu cầu ngày càng tăng.

Biểu đồ 1: Giá dầu Brent & giá urê Trung Đông

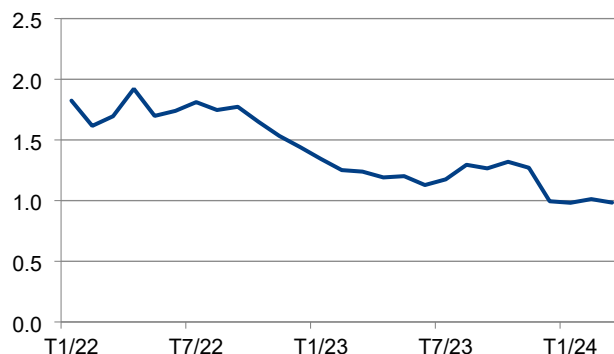
Giá dầu giúp giá urê Trung Đông tương đối ổn định trong một năm qua



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 2: Chỉ số sức mua phân bón

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



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

Tăng nhẹ dự báo giá khí đầu vào giai đoạn 2024-2026

Dựa trên dự báo giá dầu Brent mới nhất cho năm 2024 của EIA ở mức 87,8 USD/thùng, HSC dự báo giá khí đầu vào của DPM và DCM lần lượt là 10,4 USD/mmbtu (tăng 4,1% so với dự báo trước đó) và 9,2 USD/mmbtu (tăng 2,1% so với dự báo trước đó). Giá khí đầu vào cho năm 2025-2026 của DCM và DPM cũng dự báo tăng lần lượt 5,9% và 2,8% lên 9,2 USD/mmbtu và 10,4 USD/mmbtu.

Giá bán bình quân giai đoạn 2024-2026 có xu hướng dao động trong biên độ hẹp

Trong 12 tháng qua, giá urê trong nước được giao dịch trong biên độ rất hẹp do giá dầu ổn định. Trong thời gian tới, HSC dự báo giá bán sẽ tiếp tục dao động ở biên độ hẹp do 1) chỉ số sức mua của thị trường với sản phẩm urê hiện tại đang ở mức 1, thể hiện mức cân bằng cung cầu đang vững chắc; 2) nguồn cung urê trên toàn cầu đang đủ bất chấp cuộc chiến tại Ukraine đang diễn ra và lệnh cấm xuất khẩu của Trung Quốc vẫn còn hiệu lực. Do đó, chúng tôi dự báo sẽ ít có rủi ro thiếu hụt/gián đoạn nguồn cung trong giai đoạn 2024-2026.

Theo đó, HSC dự báo giá bán bình quân cho giai đoạn 2024-2026 của DCM và DPM sẽ đạt lần lượt 9.300đ/kg và 9.400đ/kg (tăng nhẹ 3% so với dự báo trước đó của chúng tôi).

Bảng 3: Biến động chi phí khí đầu vào, DCM và DPM

Tổng chi phí khí đầu vào sẽ giảm từ năm 2025 nếu luật GTGT sửa đổi được thông qua

	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Dầu Brent (USD/thùng)	82.4	86.0	4.3%	0.2%	80.0	85	6.8%	-0.6%	80.0	85	6.8%	0.0%
MFO (USD/tấn)	459.3	477.9	4.1%	1.5%	445.8	475	6.5%	-0.6%	445.8	475	6.5%	0.0%
DCM												
Khí tự nhiên (USD/mmbtu)	7.8	8.17	4.7%	4.9%	7.6	8.1	6.8%	-0.6%	7.6	8.1	6.8%	0.0%
Thuế nhập khẩu (USD/mmbtu)	1.1	1.10	0.0%	0.9%	1.1	1.1	0.0%	0.0%	1.1	1.1	0.0%	0.0%
Chi phí khí đầu vào (USD/mmbtu)	8.9	9.3	4.1%	4.4%	8.7	9.2	5.9%	-0.6%	8.7	9.2	5.9%	0.0%
VAT 10% (USD/mmbtu)	0.9	0.9	4.1%	4.4%	0.9	-	-100%	-100%	0.9	-	-	-
Tổng chi phí (USD/mmbtu)	9.8	10.2	4.1%	4.4%	9.6	9.2	-3.7%	-9.6%	9.6	9.2	-3.7%	0.0%
DPM												
Khí tự nhiên (USD/mmbtu)	5.2	5.41	4.1%	1.6%	5.1	5.4	5.5%	-0.6%	5.1	5.4	5.5%	0.0%
Thuế nhập khẩu (USD/mmbtu)	5.0	5.00	0.0%	11.9%	5.0	5.0	0.0%	0.0%	5.0	5.0	0.0%	0.0%
Chi phí khí đầu vào (USD/mmbtu)	10.2	10.4	2.1%	8.6%	10.1	10.4	2.8%	-0.3%	10.1	10.4	2.8%	0.0%
VAT 10% (USD/mmbtu)	1.0	1.0	2.1%	8.6%	1.0	-	-100%	-100%	1.0	-	-	-
Tổng chi phí (USD/mmbtu)	11.2	11.5	2.1%	8.6%	11.1	10.4	-6.6%	-9.4%	11.1	10.4	-6.6%	0.0%

Nguồn: HSC

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

HSC duy trì dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 nhưng nâng bình quân lần lượt 16,9% & 36,8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 đối với DCM/DPM

Tỷ đồng	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
DCM	1,123	1,133	0.9%	2.2%	1,158	1,429	23.4%	26.1%	1,242	1,370	10.3%	-4.1%
DPM	686	707	3.0%	36.2%	705	1,013	43.7%	43.4%	705	916	29.9%	-9.6%

Nguồn: HSC

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

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024 đối với DCM và DPM nhưng điều chỉnh tăng bình quân lần lượt 16,9% và 36,8% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 dựa trên giả định việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào sẽ có hiệu lực từ năm 2025.

Nhằm đơn giản hóa phương pháp tính tác động của thuế GTGT lên lợi nhuận của DCM và DPM, chúng tôi chỉ tập trung vào chi phí khí đầu vào, nguyên liệu chính chiếm khoảng 70-75% tổng giá vốn hàng bán của 2 Công ty.

Hiện tại, do phân bón nằm trong danh mục sản phẩm không chịu thuế, chi phí khí đầu vào, bao gồm 10% thuế GTGT được tính vào giá vốn hàng bán của DCM và DPM. Trong các dự báo mới, chúng tôi giả định DCM và DPM có thể được khấu trừ thuế GTGT từ giá vốn hàng bán từ năm 2025 trở về sau. Những thay đổi trong giả định chi phí đầu vào được thể hiện trong Bảng 3.

Dự báo mới cho giai đoạn 2023-2026 cho thấy lợi nhuận thuần của DCM và DPM tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 7,3% và 20,8% dựa trên mức nền năm 2023. 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.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Dựa trên dự báo lợi nhuận mới, HSC tăng lần lượt 4,1% và 1,8% giá mục tiêu đối với DCM và DPM lên 40.600đ (từ 39.000đ) và 38.600đ (từ 37.900đ). Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DCM (giữ nguyên) và DPM (từ Nắm giữ) nhờ tiềm năng tăng giá tại giá mục tiêu mới lần lượt là 7,4% và 8,6%. HSC ưa thích cổ phiếu DPM nhờ lợi nhuận dự báo tăng trưởng vững chắc, định giá đang ở mức thấp so với bình quân quá khứ, và tiềm năng tăng giá cao.

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá 2 Công ty. Các giả định của chúng tôi như sau:

- Trong mô hình DCF, chúng tôi áp dụng (i) giả định lãi suất phi rủi ro chung của HSC là 4% và (ii) phần bù rủi ro vốn CSH chung là 8,5% và (iii) tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.
- Giả định WACC đối với DCM và DPM lần lượt là 13,7% (từ 12,1% trước đó) và 13,9% (từ 11,9% trước đó) sau khi chúng tôi cập nhật giả định beta (theo Bloomberg).

Bảng 5: Điều chỉnh tính toán WACC, DCM và DPM

WACC tăng, chủ yếu do HSC cập nhật hệ số beta

Mã CK	Cũ			Mới			Giải thích
	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC	Chi phí vốn CSH	Chi phí nợ	WACC	
DCM	12.5%	4.2%	12.1%	14.1%	4.2%	13.7%	Hệ số beta mới là 1,19, (trước đó là 1,0)
DPM	12.3%	4.5%	11.9%	14.4%	3.8%	13.9%	Hệ số beta mới là 1,25, (trước đó là 0,98)

Nguồn: HSC

Bảng 6: Điều chỉnh các thành phần xác định giá mục tiêu, DCM và DPM

HSC thay đổi thời điểm định giá tới giữa năm 2025 và cập nhật giá trị WACC mới; đây là những yếu tố quan trọng khiến chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu

Mã CK	Giá mục tiêu			Khuyến nghị		Do điều chỉnh về:	
	Mới	Cũ	Điều chỉnh	Cũ	Mới	WACC cập nhật	Trượt dự phóng đến giữa năm 2025
DCM	40,600	39,000	4.1%	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	-5.9%	10.0%
DPM	38,600	37,900	1.8%	Tăng tỷ trọng	Nằm giữ	-15.4%	17.2%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Diễn biến giá cổ phiếu & P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM and DPM

DCM và DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm cao hơn giá trị bình quân quá khứ, nhiều khả năng nhờ thông tin về luật GTGT sửa đổi

	Hiệu suất tuyệt đối			Tương quan với chỉ số			P/E trượt dự phóng 1 năm	Bình quân P/E dự phóng (từ T1-21)	Độ lệch chuẩn sv bình quân
	1 tháng	3 tháng	12 tháng	1 tháng	3 tháng	12 tháng			
DCM	21.9%	14.5%	76.0%	15.2%	7.4%	43.2%	16.0	9.5	1.4
DPM	11.3%	5.8%	22.8%	5.1%	-0.8%	-0.1%	16.9	13.3	0.3

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Cổ phiếu DCM và DPM đã tăng lần lượt 22% và 11% trong 1 tháng qua sau khi công bố KQKD Q1/2024 tích cực và kỳ vọng vào Luật Thuế GTGT sửa đổi sẽ tác động đáng kể lên lợi nhuận của 2 Công ty từ năm 2025.

DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần. Cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực hơn sau khi Công ty mua lại nhà máy phân bón NPK Hàn-Việt, giúp tăng gấp đôi công suất sản xuất NPK, và triển vọng lợi nhuận khả quan hơn từ những thay đổi có lợi liên quan đến Luật Thuế GTGT sửa đổi.

Trong khi đó, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,3 lần.

Chúng tôi lưu ý rằng, cả DCM và DPM đều có tiền mặt thuần vững chắc lần lượt khoảng 9.000 tỷ đồng và 6.600 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2023 và tạo ra dòng tiền vững chắc từ HĐKD ở mức trên 1.000 tỷ đồng mỗi năm.

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

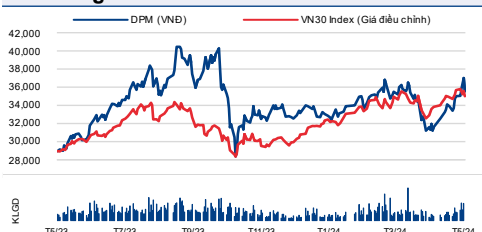
Giá mục tiêu: VNĐ38,600 (từ VNĐ37,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 8.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/5/2024)	35,550
Mã Bloomberg	DPM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	28,400-40,450
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,890
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,912
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	546
Slg CP lưu hành (tr.đv)	391
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	200
Slg CP NN được mua (tr.đv)	159
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	10.3%
Tỷ lệ freefloat	26.6%
Cổ đông lớn	PVN (59.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	11.3	5.80	22.8
So với chỉ số	6.82	0.83	1.57
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,806	1,918	(5.8)
2025F	2,590	2,170	19.3
2026F	2,340	2,209	5.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Trương Hồng Kim

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

Trần Hương Mỹ

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

Khấu trừ thuế GTGT đầu vào thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

- HSC tăng 1,8% giá mục tiêu đối với DPM lên 38.600đ sau khi điều chỉnh giả định định giá. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) với tiềm năng tăng giá 8,6% tại giá mục tiêu mới.
- Cho năm 2025-2026, chúng tôi tăng bình quân 36,8% dự báo lợi nhuận thuần – chủ yếu nhờ tác động từ giả định khấu trừ thuế GTGT đầu vào – nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2024. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 20,8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần, chỉ cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,3 lần.

Sự kiện: Tác động từ việc hoàn thuế GTGT lên dự báo lợi nhuận

Nếu phân bón được đưa vào danh mục sản phẩm chịu thuế, DPM sẽ được khấu trừ 10% thuế GTGT đối với các nguyên vật liệu đầu vào chính, trong đó khí tự nhiên đầu vào là nguyên liệu quan trọng nhất. Điều này có nghĩa là chi phí khí đầu vào trong giá vốn hàng bán sẽ thấp hơn 10% so với mức chi phí hiện tại, khi phân bón không nằm trong danh mục sản phẩm chịu thuế.

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

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024 nhưng điều chỉnh tăng bình quân 36,8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, chủ yếu để phản ánh tác động của việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Dự báo cho giai đoạn 2024-2026, cao hơn 6,5% so với bình quân dự báo của thị trường, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 20,8%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,3 lần.

HSC tăng 1,8% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 38.600đ nhờ tác động tích cực từ việc tăng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 đã bù trừ cho tác động tiêu cực từ việc cập nhật giả định WACC. Chúng tôi nhận thấy KQKD thực tế của DPM có tiềm năng cao hơn dự báo nhờ tác động tích cực từ khả năng khấu trừ thuế GTGT đầu vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,838	705	1,160	1,561 ▲	1,467 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	5,565	519	707	1,013 ▲	916 ▲
EPS ĐC (đồng)	14,220	1,327	1,806	2,590 ▲	2,340 ▲
DPS (đồng)	7,000	2,000	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	35,820	29,502	29,604	30,506	31,152
EV/EBITDA ĐC (lần)	0.85	10.6	6.02	4.06	4.07
P/E ĐC (lần)	2.50	26.8	19.7	13.7	15.2
Lợi suất cổ tức (%)	19.7	5.63	4.22	4.22	4.22
P/B (lần)	0.99	1.20	1.20	1.17	1.14
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(90.7)	36.1	43.4	(9.64)
ROAE (%)	45.0	4.06	6.11	8.62	7.59

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

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực

Cho giai đoạn 2024-2026, HSC điều chỉnh tăng bình quân 25,6% dự báo lợi nhuận thuần để phản ánh việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào từ năm 2025 với giả định Luật Thuế GTGT sửa đổi sẽ được thông qua vào tháng 10/2024 và có hiệu lực từ đầu năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi tăng nhẹ 1,8% giá mục tiêu nhờ tác động tích cực phần lớn nhờ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 đã bù trừ cho tác động tiêu cực từ việc tăng giá định WACC. DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,3 lần. HSC nâng khuyến nghị đối với DPM lên Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 8,6% tại giá mục tiêu mới.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 nhờ vào khả năng khấu trừ thuế GTGT đầu vào

Do các diễn biến của thị trường urê phần lớn sát với dự báo, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024. Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh tăng đáng kể 36,8% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 sau khi tác động tích cực của việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào đã được phản ánh vào dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.

Những giả định chính được thể hiện trong Bảng 8, 9, 10.

Bảng 8: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới, DPM

HSC duy trì phần lớn dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 nhưng tăng bình quân 36,8% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	12,564	13,060	3.9%	-3.8%	12,866	13,267	3.1%	1.6%	12,867	13,268	3.1%	0.0%
Lợi nhuận thuần	686	707	3.0%	36.1%	705	1,013	43.7%	43.4%	705	916	29.9%	-9.6%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Giả định chi phí khí cũ và mới, DPM

Việc khấu trừ thuế GTGT đối với chi phí khí đầu vào sẽ bù đắp cho việc giá khí tự nhiên gia tăng (nếu xảy ra); theo đó, HSC dự báo tổng chi phí khí năm 2025-2026 sẽ rẻ hơn 6,6% so với ước tính trước đó của chúng tôi

	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Dầu Brent (USD/thùng)	82.4	86.0	4.3%	0.2%	80.0	85	6.8%	-0.6%	80.0	85	6.8%	0.0%
MFO (USD/tấn)	459.3	477.9	4.1%	1.5%	445.8	475	6.5%	-0.6%	445.8	475	6.5%	0.0%
Khí tự nhiên (USD/mmbtu)	5.2	5.41	4.1%	1.6%	5.1	5.4	5.5%	-0.6%	5.1	5.4	5.5%	0.0%
Thuế nhập khẩu (USD/mmbtu)	5.0	5.00	0.0%	11.9%	5.0	5.0	0.0%	0.0%	5.0	5.0	0.0%	0.0%
Chi phí khí (USD/mmbtu)	10.2	10.4	2.1%	8.6%	10.1	10.4	2.8%	-0.3%	10.1	10.4	2.8%	0.0%
VAT 10% (USD/mmbtu)	1.0	1.0	2.1%	8.6%	1.0	-	-100%	-100%	1.0	-	-	-
Tổng chi phí khí (USD/mmbtu)	11.2	11.5	2.1%	8.6%	11.1	10.4	-6.6%	-9.4%	11.1	10.4	-6.6%	0.0%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Giả định doanh thu cũ và mới, DPM

HSC điều chỉnh tăng nhẹ bình quân 3,7% giả định giá bán bình quân của urê – động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)												
Urê	860	860	0.0%	-3.0%	860	860	0.0%	0.0%	860	860	0.0%	0.0%
Ammonia	65	65	0.0%	2.4%	65	65	0.0%	0.0%	65	65	0.0%	0.0%
NPK	150	150	0.0%	8.9%	180	180	0.0%	20.0%	180	180	0.0%	0.0%
Phân bón nhập khẩu	260	260	0.0%	-2.3%	260	260	0.0%	0.0%	260	260	0.0%	0.0%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)												
Urê	9.0	9.3	3.7%	0.0%	9.0	9.3	3.7%	0.0%	9.0	9.3	3.7%	0.0%
Ammonia	9.8	11.3	15.5%	6.5%	9.8	11.3	15.5%	0.0%	9.8	11.3	15.5%	0.0%
NPK	12.5	12.5	0.0%	-1.7%	12.5	12.5	0.0%	0.0%	12.5	12.5	0.0%	0.0%
Phân bón nhập khẩu	9.0	9.0	-0.4%	-1.9%	9.0	9.0	-0.4%	0.0%	9.0	9.0	-0.4%	0.0%

Nguồn: HSC

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng, với giá mục tiêu 38.600đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 1,8% giá mục tiêu đối với DPM lên 38.600đ; tiềm năng tăng giá 8,6% từ thị giá hiện tại. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

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

- Điều chỉnh tăng bình quân 25,6% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026.
- Tăng giả định WACC lên 13,9% (từ 11,9% trước đó), do điều chỉnh beta lên 1,25 (từ 0,98 trước đó) và giữ nguyên lãi suất phi rủi ro chung 4% cũng như phần bù rủi ro vốn CSH chung 8,5%.
- Trong mô hình DCF, chúng tôi tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

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

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	301	612	984	864	790
Thu nhập thuần trừ nợ vay	301	514	827	726	663
Cộng: Khấu hao	403	548	577	603	629
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(241)	(172)	(245)	(174)	(183)
Trừ: Tăng vốn lưu động	1,038	434	161	(96)	(97)
UFCF	1,501	1,324	1,320	1,059	1,013

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán WACC, DPM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (lần)	1.25
Chi phí vốn CSH	14.4%
Lãi suất bình quân	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	16.0%
Chi phí nợ sau thuế	3.8%
Tỷ trọng nợ	5%
WACC	13.9%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Định giá DCF, DPM

Đồng	Giá trị
Giá mục tiêu cuối năm 2024	35,600
Giá mục tiêu cuối năm 2025	41,600
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng	38,600
P/E 2024 của DPM tại giá mục tiêu	21.4
P/E 2025 của DPM tại giá mục tiêu	14.9

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), DPM

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	39,500	39,900	40,500	41,000	42,400
	3.5%	38,600	39,000	39,500	40,000	41,200
	4.0%	37,800	38,200	38,600	39,100	40,200
	4.5%	37,000	37,400	37,800	38,200	39,200
	5.0%	36,300	36,600	37,000	37,400	38,300

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần, chỉ cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,3 lần.

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

Dựa trên ước tính của HSC, DPM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,9 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

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

...cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 13,3 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	18,627	13,569	13,060	13,267	13,268
Lợi nhuận gộp	7,838	1,652	1,853	2,233	2,117
Chi phí BH&QL	(1,534)	(1,351)	(1,241)	(1,249)	(1,253)
Thu nhập khác	18.9	0.94	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,323	302	612	984	864
Lãi vay thuần	280	386	254	258	258
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.66	2.66	2.96	3.11	3.27
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	6,606	691	868	1,245	1,125
Chi phí thuế TNDN	(1,021)	(161)	(144)	(206)	(186)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(20.0)	(10.4)	(18.1)	(26.0)	(23.5)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	5,565	519	707	1,013	916
Lợi nhuận thuần ĐC	5,565	519	707	1,013	916
EBITDA ĐC	6,838	705	1,160	1,561	1,467
EPS (đồng)	14,220	1,327	1,806	2,590	2,340
EPS ĐC (đồng)	14,220	1,327	1,806	2,590	2,340
DPS (đồng)	7,000	2,000	1,500	1,500	1,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	391	391	391	391	391
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	391	391	391	391	391
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	391	391	391	391	391

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,084	1,242	3,747	2,635	3,033
Đầu tư ngắn hạn	6,880	5,385	5,385	4,847	4,847
Phải thu khách hàng	458	642	536	525	566
Hàng tồn kho	3,871	1,911	1,985	1,954	2,194
Các tài sản ngắn hạn khác	285	385	345	328	346
Tổng tài sản ngắn hạn	13,579	9,565	11,997	10,288	10,985
TSCĐ hữu hình	2,653	2,416	2,055	1,728	1,378
TSCĐ vô hình	821	834	831	829	764
Bất động sản đầu tư	200	190	181	171	161
Đầu tư dài hạn	12.5	3.60	3.60	3.60	3.60
Đầu tư vào Cty LD,LK	29.3	29.8	29.8	29.8	29.8
Tài sản dài hạn khác	404	271	266	274	269
Tổng tài sản dài hạn	4,120	3,744	3,367	3,035	2,605
Tổng cộng tài sản	17,699	13,309	15,364	13,323	13,591
Nợ ngắn hạn	202	0	1,004	(303)	(303)
Phải trả người bán	869	768	902	829	818
Nợ ngắn hạn khác	1,556	586	551	543	543
Tổng nợ ngắn hạn	2,996	1,484	2,601	1,205	1,200
Nợ dài hạn	505	0	1,010	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	133	133	133	133	133
Nợ dài hạn khác	48.2	44.8	34.6	47.1	67.6
Tổng nợ dài hạn	686	177	1,177	180	200
Tổng nợ phải trả	3,681	1,764	3,778	1,385	1,400
Vốn chủ sở hữu	14,017	11,545	11,585	11,938	12,191
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	14,017	11,545	11,585	11,938	12,191
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,699	13,309	15,364	13,323	13,591
BVPS (đ)	35,820	29,502	29,604	30,506	31,152
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(1,377)	(1,242)	(1,732)	(2,938)	(3,336)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	6,323	302	612	984	864
Khấu hao	(515)	(403)	(548)	(577)	(603)
Lãi vay thuần	280	386	254	258	258
Thuế TNDN đã nộp	(1,021)	(161)	(144)	(206)	(186)
Thay đổi vốn lưu động	(683)	1,269	242	(18.6)	(284)
Khác	(453)	(1,255)	(207)	(140)	(110)
LCT thuần từ HKKD	4,961	945	1,305	1,455	1,145
Đầu tư TS dài hạn	(77.5)	(241)	(172)	(245)	(174)
Góp vốn & đầu tư	(11,790)	(9,615)	0	539	0
Thanh lý	2.49	0.91	0	0	0
Khác	8,638	11,531	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(3,227)	1,676	(172)	294	(174)
Cổ tức trả cho CSH	(1,977)	(2,755)	(587)	(587)	(587)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(200)	(707)	1,959	(2,273)	13.8
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(2,177)	(3,463)	1,372	(2,860)	(573)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,524	2,084	1,242	3,747	2,635
LCT thuần trong kỳ	(442)	(842)	2,505	(1,112)	398
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.62	(0.64)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,084	1,242	3,747	2,635	3,033
Dòng tiền tự do	4,884	704	1,133	1,210	972

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	42.1	12.2	14.2	16.8	16.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	36.7	5.20	8.88	11.8	11.1
Tỷ suất LNT (%)	29.9	3.83	5.41	7.64	6.90
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.5	23.3	16.5	16.5	16.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	45.7	(27.2)	(3.75)	1.59	0.01
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	61.5	(89.7)	64.5	34.6	(6.04)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	78.5	(90.7)	36.1	43.4	(9.64)
Tăng trưởng EPS (%)	78.5	(90.7)	36.1	43.4	(9.64)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	78.5	(90.7)	36.1	43.4	(9.64)
Tăng trưởng DPS (%)	100	(71.4)	(25.0)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	49.2	151	83.1	57.9	64.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	45.0	4.06	6.11	8.62	7.59
ROACE (%)	47.8	2.28	4.98	7.91	7.05
Vòng quay tài sản (lần)	1.18	0.88	0.91	0.92	0.99
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.78	3.13	2.13	1.48	1.33
Số ngày tồn kho	131	58.5	64.6	64.6	71.8
Số ngày phải thu	15.5	19.7	17.4	17.4	18.5
Số ngày phải trả	29.4	23.5	29.4	27.4	26.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(9.31)	(9.68)	(14.1)	(23.8)	(26.5)
Nợ/tài sản (%)	4.40	0.93	13.8	(1.59)	(1.46)
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.11	0.18	1.82	(0.14)	(0.14)
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.53	6.44	4.61	8.54	9.16
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.31	0.55	0.54	0.48	0.45
EV/EBITDA ĐC (lần)	0.85	10.6	6.02	4.06	4.07
P/E (lần)	2.50	26.8	19.7	13.7	15.2
P/E ĐC (lần)	2.50	26.8	19.7	13.7	15.2
P/B (lần)	0.99	1.20	1.20	1.17	1.14
Lợi suất cổ tức (%)	19.7	5.63	4.22	4.22	4.22

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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

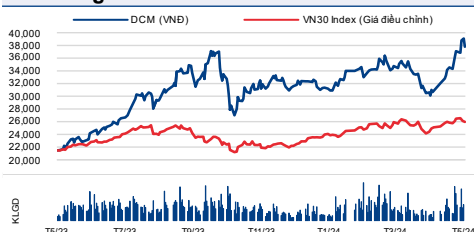
Giá mục tiêu: VNĐ40,600 (từ VNĐ39,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 7.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/5/2024)	37,800
Mã Bloomberg	DCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	21,341-39,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	38,260
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,011
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	786
Slg CP lưu hành (tr.đv)	529
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Slg CP NN được mua (tr.đv)	213
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	8.83%
Tỷ lệ freefloat	18.3%
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	21.9	14.5	76.0
So với chỉ số	17.1	9.16	45.6
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,141	2,674	(19.9)
2025F	2,700	2,956	(8.7)
2026F	2,588	2,952	(12.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DCM là công ty sản xuất phân đạm urea hạt được 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

Tiếp tục tăng định giá nhờ triển vọng tích cực

- HSC tăng 4,1% giá mục tiêu đối với DCM lên 40.600đ sau khi điều chỉnh định giá, nhưng vẫn duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây, với tiềm năng tăng giá 7,4% tại giá mục tiêu mới.
- Cho năm 2025-2026, chúng tôi tăng bình quân 16,9% dự báo lợi nhuận thuần dựa trên giả định việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào có hiệu lực từ năm 2025. Theo đó, lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7,3%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 9,5 lần. HSC cho rằng DCM xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ vào triển vọng tích cực.

Sự kiện: Khấu trừ thuế GTGT đầu vào sẽ hỗ trợ lợi nhuận

HSC cho rằng Luật Thuế GTGT sửa đổi sẽ được Quốc hội thông qua và có hiệu lực từ năm 2025. Việc khấu trừ thuế GTGT đối với chi phí mua khí đầu vào sẽ bù trừ cho giá khí đầu vào cao (do giá dầu dự báo tăng) và hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận đáng kể.

Tác động: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024 đối với DCM nhưng tăng bình quân 16,9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 nhằm phản ánh tác động tích cực từ việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 – thấp hơn 14% so với bình quân dự báo của thị trường, có thể do dự báo giá dầu cao hơn – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 7,3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần. Cổ phiếu đang dần được định giá lại ở mặt bằng cao hơn gần đây nhờ tăng gấp đôi công suất sản xuất NPK (sau khi Công ty mua lại nhà máy phân bón NPK Hàn-Việt) và tiềm năng tác động tích cực từ việc khấu trừ thuế GTGT.

Chúng tôi tăng 4,1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 40.600đ nhờ tác động tích cực từ việc tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 đã bù trừ cho tác động tiêu cực từ việc tăng giả định WACC. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 19 lần và 15 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,754	1,788	1,227	1,605 ▲	1,528 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,316	1,109	1,133	1,429 ▲	1,370 ▲
EPS ĐC (đồng)	8,153	2,095	2,141	2,700 ▲	2,588 ▲
DPS (đồng)	3,000	2,000	2,000	1,500	1,000
BVPS (đồng)	19,978	18,768	18,695	19,624	20,954
EV/EBITDA ĐC (lần)	1.93	5.79	9.11	6.58	6.19
P/E ĐC (lần)	4.64	18.0	17.7	14.0	14.6
Lợi suất cổ tức (%)	7.94	5.29	5.29	3.97	2.65
P/B (lần)	1.89	2.01	2.02	1.93	1.80
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	137	(74.3)	2.20	26.1	(4.12)
ROAE (%)	47.9	10.8	11.4	14.1	12.8

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

Triển vọng tích cực lý giải việc tăng định giá; Tăng tỷ trọng

HSC điều chỉnh tăng bình quân 11,6% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, phần lớn nhờ vào tác động tích cực từ tiềm năng khấu trừ thuế GTGT đầu vào do giả định phân bón được đưa vào danh mục sản phẩm chịu thuế. Chúng tôi tăng nhẹ 4,1% giá mục tiêu lên 40.600đ và giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng. DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 16 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần. Lưu ý, cổ phiếu DCM đã được định giá lại ở mặt bằng cao hơn rất nhiều trong 12 tháng qua nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực sau khi Công ty mở rộng công suất sản xuất và kỳ vọng vào khả năng khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu xứng đáng tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Công suất sản xuất NPK tăng nhờ mở rộng nhà máy

Hoàn tất mua lại nhà máy phân bón NPK Hàn-Việt

DCM đã công bố hoàn tất việc mua lại 100% cổ phần nhà máy phân bón NPK Hàn-Việt (KVF; tư nhân/chưa niêm yết) vào tháng 4/2024. Theo BLĐ, thương vụ có giá trị 660 tỷ đồng, mức giá thấp hơn rất nhiều so với tổng giá trị đầu tư ban đầu của KVF là khoảng 1.500 tỷ đồng (60 triệu USD).

KVF, nhà máy chuyên sản xuất phân bón NPK chất lượng cao, có công suất thiết kế 360.000 tấn mỗi năm, nhưng chỉ hoạt động khoảng 50% công suất kể từ khi được đưa vào vận hành từ năm 2017.

Việc mua lại nhà máy KVF giúp DCM: (1) tăng gấp đôi công suất sản xuất NPK lên 660.000 tấn; (2) mở rộng thị phần ở Đông Nam Bộ, Tây Nguyên, và miền Trung; và (3) hưởng lợi từ nhà máy có diện tích lớn của KVF, tọa lạc trên khu đất 8,78 ha tại KCN Hiệp Phước, huyện Nhà Bè, TP.HCM, sát với cảng Hiệp Phước. Khu vực này có thể được tận dụng làm nhà kho chứa nguyên vật liệu phục vụ cho hoạt động xuất nhập khẩu của cả KVF và DCM.

HSC đã đưa thương vụ mua lại nhà máy KVF vào mô hình dự báo lợi nhuận. Theo đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ phân bón NPK trong năm 2024 sẽ tăng 30,7% so với cùng kỳ đạt 200.000 tấn.

Mở rộng công suất sản xuất NPK tại tỉnh Bình Định

DCM đã khởi công xây dựng thêm một nhà máy sản xuất NPK tại tỉnh Bình Định, với tổng công suất 50.000 tấn mỗi năm. Đây sẽ là cơ sở giúp DCM mở rộng thị phần ure, NPK và các loại phân bón nhập khẩu khác như DAP và potash kali tại miền Trung.

Do chưa có đầy đủ thông tin, chúng tôi chưa đưa kế hoạch này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7,3%

Các nền tảng cơ bản của thị trường urê trong Q1/2024 đã phần sát với dự báo của HSC và đã được trình bày trong báo cáo phát hành ngày 15/5/2024. Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024. Sau khi giả định Công ty có thể khấu trừ thuế GTGT đầu vào từ năm 2025, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 17% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7,3%.

Các giả định chính của chúng tôi được trình bày trong Bảng 17, 18, 19.

Bảng 17: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới, DCM

Nhìn chung, HSC duy trì dự báo lợi nhuận thuần nhưng tăng bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	11,957	12,099	1.2%	-3.8%	12,567	12,714	1.2%	5.1%	13,333	13,324	-0.1%	4.8%
Lợi nhuận thuần	1,123	1,133	0.9%	2.2%	1,158	1,429	23.4%	26.1%	1,242	1,370	10.3%	-4.1%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Giả định chi phí khí cũ và mới, DCM

Việc chi phí khí được khấu trừ thuế GTGT sẽ bù đắp cho việc giá khí tự nhiên gia tăng; theo đó, HSC hạ 3,7% dự báo tổng chi phí trong năm 2025-2026

	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Dầu Brent (USD/thùng)	82.4	86.0	4.3%	0.2%	80.0	85	6.8%	-0.6%	80.0	85	6.8%	0.0%
MFO (USD/tấn)	459.3	477.9	4.1%	1.5%	445.8	475	6.5%	-0.6%	445.8	475	6.5%	0.0%
Khí tự nhiên (USD/mmbtu)	7.8	8.17	4.7%	4.9%	7.6	8.1	6.8%	-0.6%	7.6	8.1	6.8%	0.0%
Thuế nhập khẩu (USD/mmbtu)	1.1	1.10	0.0%	0.9%	1.1	1.1	0.0%	0.0%	1.1	1.1	0.0%	0.0%
Chi phí khí (USD/mmbtu)	8.9	9.3	4.1%	4.4%	8.7	9.2	5.9%	-0.6%	8.7	9.2	5.9%	0.0%
VAT 10% (USD/mmbtu)	0.9	0.9	4.1%	4.4%	0.9	-	-100%	-100%	0.9	-	-	-
Tổng chi phí (USD/mmbtu)	9.8	10.2	4.1%	4.4%	9.6	9.2	-3.7%	-9.6%	9.6	9.2	-3.7%	0.0%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 19: Giả định doanh thu cũ và mới, DCM

HSC nâng nhẹ 2,5% giả định giá bán bình quân của urê cho giai đoạn 2024-2026

	2024F				2025F				2026F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)												
Urê	866	860	860	0.0%	-0.7%	860	860	0.0%	0.0%	860	860	0.0%
NPK	138	200	200	0.0%	45.2%	250	250	0.0%	25.0%	300	300	0.0%
Phân bón nhập khẩu	183	165	165	0.0%	-10.0%	165	165	0.0%	0.0%	165	165	0.0%
Giá bán bình quân (nghìn đồng/kg)												
Urê	9.1	9.4	3.2%	-2.1%	9.1	9.4	3.2%	0.0%	9.3	9.4	1.0%	0.0%
NPK	12.2	12.2	-0.2%	0.0%	12.2	12.2	0.0%	0.2%	12.2	12.2	0.0%	0.0%
Phân bón nhập khẩu	10.4	9.6	-7.7%	-31.9%	10.4	9.6	-7.7%	0.0%	10.4	9.6	-7.7%	0.0%

Nguồn: HSC

Tiềm năng tăng giá 7.4% so với giá mục tiêu 40,600đ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 4,1% giá mục tiêu lên 40.600đ, với tiềm năng tăng giá 7,4% so với thị giá hiện tại. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. DCM đang giao dịch với P/E dự phóng cao hơn bình quân quá khứ, Công ty có tiền mặt thuần mạnh khoảng 9.000 tỷ đồng, và dòng tiền từ HĐKD khoảng 1.200 tỷ đồng/năm (theo ước tính của HSC). Hơn nữa, DCM có triển vọng lợi nhuận tích cực hơn trước đây nhờ mở rộng công suất sản xuất và hưởng lợi từ việc khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Dựa trên những cơ sở này, chúng tôi cho rằng DCM xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

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

- Điều chỉnh tăng bình quân 12% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026.
- Chúng tôi tăng giả định WACC lên 13,7% (từ 12,1% trước đó), do điều chỉnh beta lên 1,12 (từ 1 trước đó) và giữ nguyên lãi suất phi rủi ro chung 4%, cũng như phần bù rủi ro vốn CSH chung 8,5%.
- Trong mô hình DCF, chúng tôi tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

Bảng 20: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DCM

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	772	1,050	958	740	566
Thu nhập thuần trừ nợ vay	720	980	893	691	528
Cộng: Khấu hao	482	555	570	577	594
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(836)	(261)	(253)	(273)	(274)
Trừ: Tăng vốn lưu động	129	(150)	94	(431)	455
UFCF	494	1,125	1,305	564	1,302

Nguồn: HSC

Bảng 21: Tính toán WACC, DCM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta (lần)	1.25
Chi phí vốn CSH	14.1%
Lãi suất bình quân	4.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	16.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.2%
Tỷ trọng nợ	5%
WACC	13.7%

Nguồn: HSC

Bảng 22: Định giá DCF, DCM

Đồng	Giá trị
Giá mục tiêu cuối năm 2024	36,500
Giá mục tiêu cuối năm 2025	44,600
Giá mục tiêu trượt 12 tháng	40,600
P/E 2024 của DCM tại giá mục tiêu	19.0
P/E 2025 của DCM tại giá mục tiêu	15.0

Nguồn: HSC

Bảng 23: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn & 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%	40,500	40,800	41,100	41,500	42,400
	3.5%	40,200	40,500	40,800	41,200	42,000
	4.0%	40,000	40,300	40,600	40,900	41,600
	4.5%	39,800	40,000	40,300	40,600	41,300
	5.0%	39,600	39,800	40,100	40,300	41,000

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,5 lần.

Biểu đồ 24: P/E trượt dự phóng 1 năm, DCM

Dựa trên ước tính của HSC, DCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 25: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DCM

... cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 9,5 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	15,925	12,571	12,099	12,714	13,324
Lợi nhuận gộp	5,703	2,032	2,039	2,397	2,376
Chi phí BH&QL	(1,351)	(1,349)	(1,294)	(1,347)	(1,418)
Thu nhập khác	3.17	22.5	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,356	705	745	1,050	958
Lãi vay thuần	241	550	529	556	583
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LN TT	4,596	1,255	1,274	1,606	1,540
Chi phí thuế TNDN	(275)	(145)	(134)	(169)	(162)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5.13)	(1.25)	(6.84)	(8.63)	(8.27)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,316	1,109	1,133	1,429	1,370
Lợi nhuận thuần ĐC	4,316	1,109	1,133	1,429	1,370
EBITDA ĐC	5,754	1,788	1,227	1,605	1,528
EPS (đồng)	8,153	2,095	2,141	2,700	2,588
EPS ĐC (đồng)	8,153	2,095	2,141	2,700	2,588
DPS (đồng)	3,000	2,000	2,000	1,500	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	529	529	529	529	529
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	529	529	529	529	529
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	529	529	529	529	529

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,126	2,284	2,474	2,546	3,281
Đầu tư ngắn hạn	6,812	8,242	7,418	7,789	8,178
Phải thu khách hàng	188	366	312	319	326
Hàng tồn kho	2,283	2,161	2,042	2,297	2,459
Các tài sản ngắn hạn khác	216	452	194	199	211
Tổng tài sản ngắn hạn	11,624	13,504	12,440	13,150	14,455
TSCĐ hữu hình	2,193	1,338	1,695	1,404	1,090
TSCĐ vô hình	47.2	350	348	345	341
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	303	45.1	33.4	34.3	36.4
Tổng tài sản dài hạn	2,543	1,733	2,076	1,783	1,468
Tổng cộng tài sản	14,167	15,238	14,517	14,933	15,923
Nợ ngắn hạn	2.56	846	848	848	848
Phải trả người bán	1,028	1,989	1,592	1,633	1,733
Nợ ngắn hạn khác	1,665	1,585	1,180	1,020	1,105
Tổng nợ ngắn hạn	2,874	4,517	3,823	3,868	4,077
Nợ dài hạn	1.05	2.96	180	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	686	754	582	633	702
Tổng nợ dài hạn	687	757	762	633	702
Tổng nợ phải trả	3,561	5,275	4,585	4,501	4,779
Vốn chủ sở hữu	10,576	9,936	9,897	10,389	11,093
Lợi ích cổ đông thiểu số	29.1	27.6	34.4	43.1	51.3
Tổng vốn chủ sở hữu	10,605	9,963	9,931	10,432	11,144
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,167	15,238	14,517	14,933	15,923
BVPS (đ)	19,978	18,768	18,695	19,624	20,954
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(2,122)	(1,436)	(1,446)	(1,698)	(2,432)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	4,356	705	745	1,050	958
Khấu hao	(1,398)	(1,083)	(482)	(555)	(570)
Lãi vay thuần	241	550	529	556	583
Thuế TNDN đã nộp	(275)	(145)	(134)	(169)	(162)
Thay đổi vốn lưu động	(688)	963	150	(172)	94.1
Khác	700	(844)	(579)	(558)	(628)
LCT thuần từ HKKD	5,732	2,313	1,193	1,263	1,414
Đầu tư TS dài hạn	(147)	(544)	(836)	(261)	(253)
Góp vốn & đầu tư	(12,260)	(13,920)	824	(371)	(389)
Thanh lý	3.14	0	0	0	0
Khác	10,019	12,995	555	584	612
LCT thuần từ HĐĐT	(2,385)	(1,469)	543	(48.0)	(30.4)
Cổ tức trả cho CSH	(948)	(1,590)	(1,059)	(794)	(529)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(683)	836	(488)	(349)	(120)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,631)	(754)	(1,547)	(1,143)	(650)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	428	2,126	2,284	2,474	2,546
LCT thuần trong kỳ	1,716	89.8	190	72.4	734
Ảnh hưởng của tỷ giá	(17.8)	69.0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,126	2,284	2,474	2,546	3,281
Dòng tiền tự do	5,585	1,769	357	1,002	1,161

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	35.8	16.2	16.9	18.9	17.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	36.1	14.2	10.1	12.6	11.5
Tỷ suất LNT (%)	27.1	8.82	9.37	11.2	10.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	5.99	11.5	10.5	10.5	10.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	61.3	(21.1)	(3.75)	5.09	4.80
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	78.7	(68.9)	(31.4)	30.8	(4.84)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	137	(74.3)	2.20	26.1	(4.12)
Tăng trưởng EPS (%)	137	(74.3)	2.20	26.1	(4.12)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	137	(74.3)	2.20	26.1	(4.12)
Tăng trưởng DPS (%)	275	(33.3)	0	(25.0)	(33.3)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	36.8	95.5	93.4	55.6	38.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	47.9	10.8	11.4	14.1	12.8
ROACE (%)	45.4	6.41	6.96	9.66	8.36
Vòng quay tài sản (lần)	1.26	0.85	0.81	0.86	0.86
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.32	3.28	1.60	1.20	1.48
Số ngày tồn kho	81.5	74.8	74.1	81.3	82.0
Số ngày phải thu	6.72	12.7	11.3	11.3	10.9
Số ngày phải trả	36.7	68.9	57.8	57.8	57.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(19.1)	(14.2)	(13.1)	(13.4)	(19.0)
Nợ/tài sản (%)	0.78	5.72	8.13	7.72	7.34
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.02	0.49	0.96	0.72	0.76
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.04	2.99	3.25	3.40	3.55
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.70	0.82	0.92	0.83	0.71
EV/EBITDA ĐC (lần)	1.93	5.79	9.11	6.58	6.19
P/E (lần)	4.64	18.0	17.7	14.0	14.6
P/E ĐC (lần)	4.64	18.0	17.7	14.0	14.6
P/B (lần)	1.89	2.01	2.02	1.93	1.80
Lợi suất cổ tức (%)	7.94	5.29	5.29	3.97	2.65

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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