

**Tổng CTCP Phân bón & Hóa chất dầu khí (DPM)**

**Trung lập (Duy trì)**

**Hóa chất**

Giá hiện tại	VND35.150
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND36.956/VND29.565
Giá mục tiêu	VND36.900
Giá mục tiêu trước đó	37.300
Consensus	-3,4%
Tiềm năng tăng giá	4,9%
Tỉ suất cổ tức	4,2%
Tổng sinh lời	9,1%

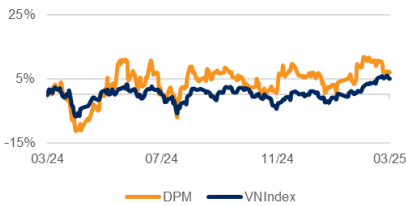
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tiêu cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	545,1
GTĐBQ 3 tháng (tr USD)	3,7
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	218,1
Số CP lưu hành (tr)	391,3
Số CP sau pha loãng (tr)	391,3

	DPM	Ngành	VNI
P/E trượt	23,2x	15,6x	13,1x
P/B hiện tại	1,2x	1,4x	1,7x
ROA	5,3%	6,8%	2,1%
ROE	12,7%	13,7%	13,0%

*\*dữ liệu ngày 21/3/2025*

**Diễn biến giá cổ phiếu**



Giá cổ phiếu(%)	1T	3T	12T
DPM	-4,3%	1,4%	6,9%
VNINDEX	2,4%	5,3%	5,1%

**Vốn chủ sở hữu**

PVN	59,6%
Agrimex Nghệ An	4,1%
Khác	36,3%

**Tổng quan doanh nghiệp**

DPM – một thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực SX, KD các sản phẩm phân bón và hóa chất tại VN. Sản phẩm chính của DN là các sản phẩm phân bón như ure, NPK, kali, DAP và các hóa chất nông nghiệp chuyên dụng như NH3, UFC85...vv. Hiện nay, DPM dẫn đầu thị phần tiêu thụ ure nội địa với 38% thị phần.

**Chuyên viên Phân tích:**



**Dương Thị Thu Huệ**

hue.duongthu@vndirect.com.vn

**Giá dầu giảm và giá bán cao hơn hỗ trợ lợi nhuận**

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP với tiềm năng tăng giá 4,9% và lợi suất cổ tức 4,2%. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1,1% trong khi giá cổ phiếu gần như không đổi so với báo cáo trước.
- Giá mục tiêu thấp hơn do dự báo EPS 2025/26 giảm và giả định WACC cao hơn.
- Hệ số P/E trượt 12T ở mức 23,2x cao hơn P/E trung bình 5 năm là 10,8x, đã phản ánh phần lớn triển vọng EPS tăng trưởng 27,4%/35,2% trong FY25/26.

**Tiêu điểm tài chính**

- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần giảm 6,9% svck trong 2025 do nhà máy urê tạm dừng sản xuất (ước tính khoảng 38 ngày) để bảo dưỡng định kỳ.
- Chúng tôi dự báo biên LN gộp tăng 1,5 điểm % svck trong 2025 nhờ kỳ vọng giá dầu giảm, giá bán urê cao hơn và tác động tích cực luật thuế GTGT mới.
- Tổng nợ vay cuối Q4/24 tăng 1,6% sv quý trước, toàn bộ là nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động. Điều này không tạo áp lực lớn lên tình hình tài chính vững chắc của DPM, khi tỷ lệ tiền mặt ròng/VCSH chỉ giảm 2,1đ % xuống 62,7%.

**Luận điểm đầu tư**

**Giá urê toàn cầu tăng hỗ trợ giá bán urea trung bình của DPM cải thiện nhẹ**

Giá urê thế giới tăng 11,3% sv đầu năm, chủ yếu do các thị trường lớn bước vào vụ mùa cao điểm và Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu. Điều này hỗ trợ giá urê trong nước tăng 4,6% sv đầu năm bất chấp nhu cầu thấp trong kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán. Chúng tôi dự báo giá urê thế giới sẽ tăng 3,5% svck trong 2025 do nguồn cung thắt chặt và điều chỉnh dự báo giá bán urê trung bình của DPM tăng 0,9% svck, thay vì giảm 2,8% svck như dự báo trước đó, bất chấp tác động của luật thuế GTGT mới.

**Bảo dưỡng định kỳ và nhu cầu yếu hơn gây áp lực lên tiêu thụ urê**

DPM sẽ thực hiện bảo dưỡng định kỳ nhà máy urê trong 2025 với thời gian dài hơn để nâng cấp một số hạng mục quan trọng, khiến sản lượng sản xuất urê ước tính giảm 11,9% svck. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng giá gạo giảm mạnh sẽ tạo áp lực lên hoạt động cạnh tác lúa tại Việt Nam trong 2025, phần nào ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ urê trong nước. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ urê của DPM giảm 13,1% svck trong 2025, trước khi hồi phục trở lại trong 2026.

**Áp lực giá khí giảm và giá bán tăng hỗ trợ mở rộng biên LN gộp urê**

Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng nguồn khí có chi phí vận chuyển thấp sẽ tiếp tục giảm, tạo áp lực lên giá khí đầu vào của DPM trong những năm tới. Tuy nhiên, triển vọng giá dầu giảm sẽ bù đắp hoàn toàn áp lực này, khiến giá khí trung bình của DPM giảm 2,2%/2,2% svck trong 2025/26. Cùng với dự báo giá bán urê trung bình cải thiện và tác động của luật thuế VAT mới, chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng urê của DPM sẽ mở rộng 4,3%/3,1 điểm % svck trong 2025/26.

**Tái định vị thương hiệu – Bước chuyển mình mới của DPM**

Việc DPM thay đổi nhận diện thương hiệu đánh dấu bước chuyển mình chiến lược, giúp nâng cao nhận diện thương hiệu và đảm bảo tính đồng nhất trong hoạt động. Đồng thời, PHUMY củng cố cam kết ESG của DPM, gia tăng uy tín doanh nghiệp và thu hút các quỹ đầu tư ESG. Sự thay đổi này phù hợp với xu hướng ngành, tạo nền tảng để DPM mở rộng sang lĩnh vực hóa chất và củng cố vị thế dài hạn.

	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	-1%	-6,9%	5,0%	-2,3%
Tăng trưởng EPS	14,3%	27,4%	35,2%	-11,4%
Biên LN gộp	14,1%	15,6%	17,8%	16,7%
Niên LN ròng	4,4%	6,0%	7,7%	7,0%
P/E (x)	23,5	18,4	13,6	15,4
Rolling P/B (x)	1,3			
ROAE	5,2%	6,7%	9,0%	7,8%

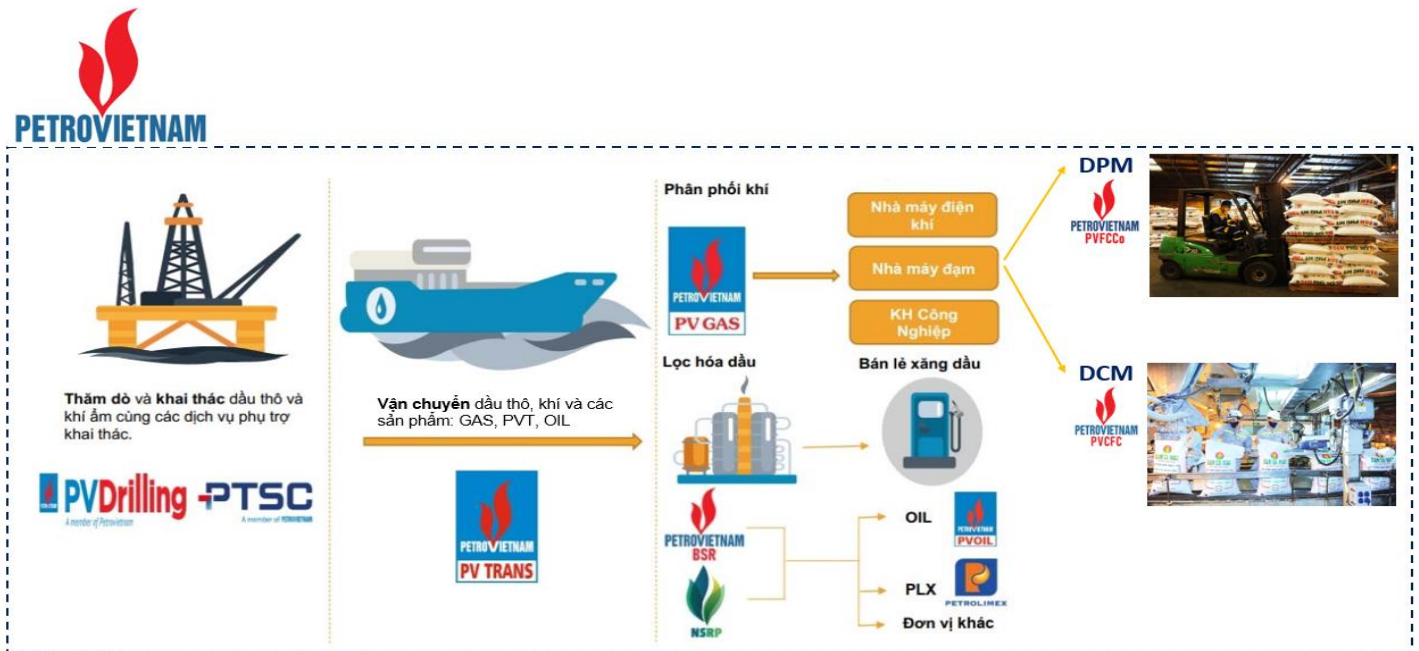
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

### Doanh nghiệp dẫn đầu ngành phân bón Việt Nam, đặc biệt ở thị trường tiêu thụ urê

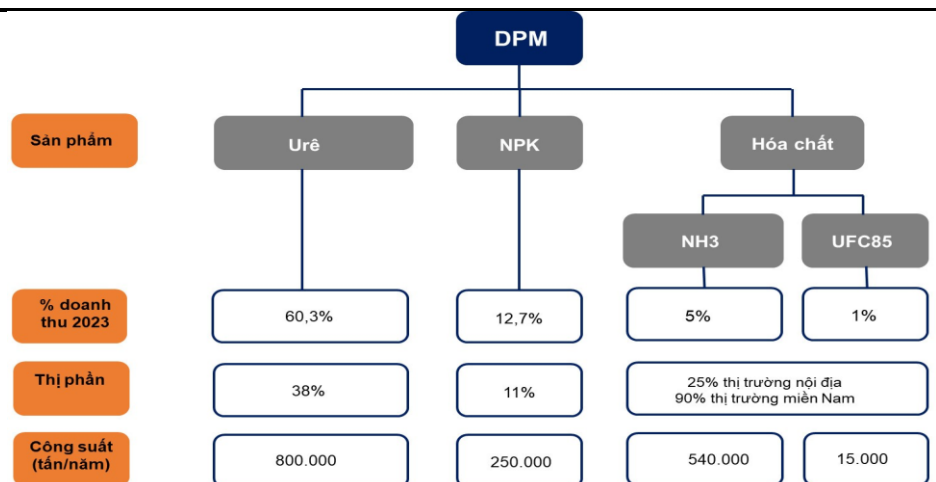
DPM - thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN), là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh các sản phẩm phân bón và hóa chất tại Việt Nam. Doanh nghiệp sở hữu 8 đơn vị thành viên, bao gồm 4 công ty cổ phần phân bón và hóa chất dầu khí chịu trách nhiệm phân phối sản phẩm của doanh nghiệp đến các khu vực trên toàn quốc. Thị trường nội địa hiện chiếm hơn 90% tổng doanh thu của DPM. Ngoài tiêu thụ trong nước, doanh nghiệp còn xuất khẩu sản phẩm sang các nước trong khu vực như Ấn Độ, Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan, Đài Loan và Philippines. Sau 20 năm hoạt động, DPM hiện dẫn đầu thị trường tiêu thụ urê nội địa với 38% thị phần. Các sản phẩm khác như NPK/NH3 chiếm lần lượt 11%/25% thị phần trong nước.

Hình 1: DPM là thành viên của PVN



Nguồn: PETROVIETNAM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Hệ thống sản phẩm của DPM



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD Q4/24: LN ròng giảm do hoạt động ngoài cốt lõi

Hình 3: Tóm tắt kết quả kinh doanh Q4/24

Tỷ đồng	Q4/24	% svck	2024	% svck	2024 sv dự phóng
Doanh thu thuần	3.164	-6,4%	13.569	-0,5%	98,7%
- Doanh thu sản phẩm tự sản xuất	2.507	-9,1%	11.425	-0,1%	
- Doanh thu trading	660	1,1%	2.144	-12,9%	
LN gộp	393	18,2%	1.652	14,9%	93,3%
Doanh thu tài chính thuần	99	-39,2%	387	-21,4%	131,1%
Chi phí BH&QLDN	425	12,6%	1.350	8,6%	105,1%
LN trước thuế	70	-38,9%	743	7,5%	84,2%
<b>LN ròng</b>	<b>36</b>	<b>-66,4%</b>	<b>594</b>	<b>14,4%</b>	<b>81,9%</b>
Biên LN gộp	12,4%	2,6 điểm %	14,1%	1,9 điểm %	
Biên LN ròng	1,1%	-2 điểm %	4,4%	0,6 điểm %	

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

### Doanh thu Q4/24 giảm chủ yếu do doanh thu sản xuất thấp hơn

Doanh thu thuần Q4/24 giảm 6,4% svck xuống còn 3.164 tỷ đồng chủ yếu do doanh thu sản phẩm tự sản xuất giảm 9,1% svck xuống còn 2.507 tỷ đồng trong khi doanh thu trading chỉ tăng 1,1% svck lên 660 tỷ đồng.

### Biên LN gộp Q4/24 tăng nhờ biên LN gộp sản phẩm tự sản xuất cao hơn

Biên LN gộp mảng tự sản xuất tăng 3,4 điểm % YoY lên 15,4%, do giá khí thấp hơn trong bối cảnh giá bán ure ổn định svck. Chúng tôi cho rằng giá dầu toàn cầu giảm trong Q4/24 (-9,3% svck) đã giúp giảm giá khí đầu vào cho sản xuất ure, trong bối cảnh tỷ trọng nguồn khí có chi phí vận chuyển cao (các mỏ khác thuộc bể Cửu Long) năm 2024 dự kiến gần tương đương với năm 2023 ở mức 87%. Biên LN gộp mảng trading giảm 5,5 điểm % svck xuống 1,5%. Nhìn chung, biên LN gộp hỗn hợp tăng 2,6 điểm % svck lên 12,4%, tương đương với lợi nhuận gộp Q4/24 tăng 18,2% svck lên 393 tỷ đồng.

### DT tài chính thuần thấp hơn và chi phí QLDN tăng làm giảm LN ròng Q4/24

Doanh thu tài chính trong Q4/24 giảm 26% svck xuống còn 129,6 tỷ đồng, chủ yếu do thu nhập tiền gửi giảm 30,6% xuống còn 120 tỷ đồng. Sự sụt giảm đáng kể về thu nhập tiền gửi này phần lớn là do sự thay đổi về thời gian ghi nhận tiền lãi, với phần lớn thu nhập lãi vay được ghi nhận vào Q3/24 thay vì ghi nhận trong Q4 như năm 2023. Ngoài ra, chi phí tài chính tăng vọt 142,5% svck lên 31 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng gấp 8,1 lần, trong bối cảnh công ty đã huy động khoảng 3.400 tỷ đồng khoản vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động. Hệ quả là doanh thu tài chính thuần giảm mạnh 39,2% svck. Thêm vào đó, chi phí QLDN tăng 36% svck lên 203 tỷ đồng dẫn đến LN ròng Q4/24 giảm mạnh 66,4% svck xuống còn 36 tỷ đồng.

### LN ròng năm 2024 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi

Nhìn chung, doanh thu thuần năm 2024 giảm 0,5% svck xuống còn 13.569 tỷ đồng, tương đương 98,7% dự phóng cả năm 2024 của chúng tôi. LN ròng năm 2024 tăng 14,4% svck lên 594 tỷ đồng. Kết quả này thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi ở mức 81,9% dự phóng năm 2024.

**Vị thế tài chính vẫn vững chắc**

**Hình 4: Phân tích bảng cân đối kế toán**

Tỷ đồng	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn	6.627	7.099	9.704	10.652	10.469
Tổng nợ	-	57	1.682	3.368	3.422
Lãi tiền gửi	174	11	49	158	120
Chi phí lãi vay	4	0	5	18	26
Số ngày phải thu khách hàng	15	20	18	23	21
Số ngày hàng tồn kho	52	65	45	53	57
Số ngày phải trả nhà cung cấp	24	30	23	27	26
Khấu hao	103	98	98	98	96
Tài sản cố định	2.988	2.955	2.873	2.789	2.713
Nợ vay ròng/VCSH	57,3%	-59,7%	-67,0%	-64,9%	-62,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng nợ vay tại cuối Q4/24 tăng nhẹ 1,6% svck lên 3.422 tỷ đồng, hoàn toàn là nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động. Mặc dù nợ ngắn hạn chỉ tăng nhẹ, chi phí lãi vay trong Q4/24 tăng mạnh 44,5% svck lên 26 tỷ đồng, có thể do mức dư nợ bình quân trong Q4/24 cao hơn so với Q3/24. Chi phí lãi vay tăng mạnh gây áp lực nhẹ lên lợi nhuận, thể hiện qua tỷ lệ chi phí lãi vay/EBIT tăng 11,1 điểm % lên 26,8% tại cuối Q4/24. Tổng nợ tăng cùng với tiền mặt, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn giảm, kéo tỷ lệ tiền mặt ròng giảm 2,1 điểm % xuống 62,7%.

## Triển vọng 2025-26: Giá dầu giảm, giá bán cao hơn và luật thuế GTGT sửa đổi hỗ trợ lợi nhuận

Hình 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận 2025-26

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Cũ		Mới		% svck		% thay đổi		Nhận xét
		2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80	75	70	75	70	-6,3%	-6,7%	0,0%	0,0%	
Giá khí trung bình - bao gồm VAT (USD/mmbtu)	10,8	10,4	10,1	10,6	10,3	-1,9%	-2,8%	1,9%	2,0%	Tăng để phản ánh giá khí trung bình cao hơn kỳ vọng trong 2024.
<b>Sản lượng bán hàng (nghìn tấn)</b>										
- Urê	899	775	845	781	850	-13,1%	8,8%	0,8%	0,6%	
- NPK	147	169	183	159	172	8,1%	8,2%	-5,9%	-6,0%	Giảm để phản ánh sản lượng tiêu thụ thấp hơn kỳ vọng trong 2024.
<b>Doanh thu thuần (tỷ đồng)</b>	<b>13.496</b>	<b>12.022</b>	<b>12.247</b>	<b>12.560</b>	<b>13.194</b>	<b>-6,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>7,7%</b>	
- Urê	8.629	7.259	7.684	7.566	8.101	-12,3%	7,1%	4,2%	5,4%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu urê năm 2025 thêm 4,2% so với dự báo trước đó, chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng 3,4% dự phóng giá bán urê trung bình của DPM.
- NPK	1.733	1.887	1.929	1.794	1.884	3,5%	5,0%	-4,9%	-2,3%	Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu NPK năm 2025 4,9% so với dự báo trước đó, chủ yếu do điều chỉnh giảm dự phóng sản lượng tiêu thụ NPK của DPM.
<b>LN gộp</b>	<b>1.898</b>	<b>2.155</b>	<b>2.533</b>	<b>1.960</b>	<b>2.349</b>	<b>3,3%</b>	<b>19,8%</b>	<b>-9,0%</b>	<b>-7,3%</b>	
Biên LN gộp	14,1%	17,9%	20,7%	15,6%	17,8%	1,5 đ %	2,2 đ %	-2,3 đ %	-2,9 đ %	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng biên LN gộp hỗn hợp năm 2025/26 lần lượt 2,3/2,9 điểm % so với dự báo trước, chủ yếu do dự báo giá khí trung bình cao hơn và giá bán bình quân NPK thấp hơn.
Chi phí bán hàng	872	777	804	812	853	-6,9%	5,0%	4,5%	6,1%	Tăng để phản ánh chi phí bán hàng cao hơn kỳ vọng trong 2024.
Chi phí QLDN	594	461	470	507	533	-14,6%	5,1%	10,1%	13,4%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng chi phí QLDN năm 2025/26 lần lượt 10,1%/13,4% so với dự báo trước, chủ yếu do DPM đã điều chỉnh chính sách lương thưởng nhân sự trong 2024, và chúng tôi kỳ vọng mức chi này sẽ được duy trì trong các năm tới.
Doanh thu tài chính thuần	304	276	262	298	309	-2,0%	3,7%	7,9%	17,9%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng thu nhập tài chính ròng năm 2025/26 lần lượt 7,9%/17,9% so với dự báo trước, chủ yếu do kỳ vọng DPM sẽ giảm dư nợ vay trong 2025 theo định hướng của công ty. Ngoài ra, chúng tôi cũng dự báo thu nhập từ tiền gửi sẽ cao hơn, chủ yếu nhờ số dư tiền gửi bình quân tăng.
Lợi nhuận khác	4,4	6,5	6,6	4,1	4,3	-6,8%	4,9%	-36,9%	-34,8%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng chi phí QLDN năm 2025/26 lần lượt 10,1%/13,4% so với dự báo trước, chủ yếu do DPM thay đổi chính sách lương thưởng nhân sự trong 2024, và chúng tôi kỳ vọng mức chi phí này sẽ được duy trì trong các năm tới.
LN trước thuế	743	1.201	1531	946	1.279	27,4%	35,2%	-21,2%	-16,5%	
<b>LN ròng</b>	<b>594</b>	<b>987</b>	<b>1.257</b>	<b>756</b>	<b>1.022</b>	<b>27,4%</b>	<b>35,2%</b>	<b>-23,4%</b>	<b>-18,7%</b>	<b>Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN ròng năm 2025 của DPM 23,4% so với dự báo trước, chủ yếu do dự phóng biên LN gộp hỗn hợp thấp hơn. Ngoài ra, dự báo chi phí QLDN cao hơn cũng sẽ bào mòn LN ròng của DPM trong 2025.</b>
EPS (VND)	1.517	2.521	3.213	1.932	2.612	27,4%	35,2%	-23,4%	-18,7%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi dự báo LN của DPM tiếp tục tăng trưởng trong 2025-26

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần của DPM sẽ giảm 6,9% svck xuống còn 12.560 tỷ đồng trong năm 2025 do sản lượng tiêu thụ urê giảm. Đến năm 2026, doanh thu dự kiến tăng 5,0% svck nhờ sản lượng tiêu thụ urê phục hồi, bù đắp cho giá bán phân bón giảm. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DPM sẽ tăng 27,2%

svck lên 755,6 tỷ đồng trong năm 2025 do giá dầu giảm và tác động của luật thuế GTGT sửa đổi lần 4 ảnh hưởng tiêu cực từ sản lượng tiêu thụ urê giảm. Đến năm 2026, LN ròng dự kiến tăng mạnh hơn, đạt 1,022 tỷ đồng (+35,2% svck) nhờ giá dầu tiếp tục giảm và sản lượng tiêu thụ urê phục hồi.

### Sản lượng tiêu thụ urê giảm chủ yếu do bảo trì định kỳ

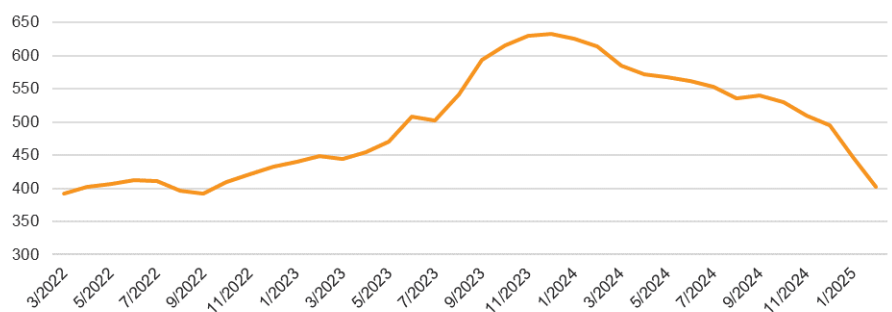
#### Việc bảo trì định kỳ sẽ làm giảm sản lượng sản xuất urê trong năm 2025...

DPM sẽ thực hiện kỳ bảo dưỡng tổng thể lần thứ 12 cho nhà máy urê vào năm 2025 với thời gian dài hơn bình thường để nâng cấp một số hạng mục quan trọng. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng sản xuất urê của DPM sẽ giảm 11,9% svck xuống 784,000 tấn trong năm 2025 trước khi phục hồi 10,2% svck lên 864,000 tấn vào năm 2026.

#### ... cùng với nhu cầu dự kiến giảm nhẹ, tạo áp lực lên sản lượng tiêu thụ urê

Giá gạo giảm có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ urê trong nước năm 2025. Cụ thể, giá xuất khẩu gạo trung bình của Việt Nam trong 2T25 giảm 18,3% svck xuống 553,6 USD/tấn, với giá gạo 5% tằm giảm hơn 40% so với đỉnh năm 2024, chủ yếu do: (1) Ấn Độ nới lỏng hạn chế xuất khẩu, thông qua việc đình chỉ lệnh cấm xuất khẩu gạo phi basmati (9/2024) và gỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo 100% tằm (7/3/2025), làm tăng nguồn cung gạo toàn cầu; (2) USDA dự báo sản lượng gạo toàn cầu năm 2025 đạt kỷ lục 532,6 triệu tấn, tăng hơn 10 triệu tấn svck, gây áp lực giảm giá; và (3) Philippines hoãn mua 350.000 tấn gạo Việt Nam, ảnh hưởng đến xuất khẩu. Chúng tôi cho rằng giá gạo giảm mạnh có thể làm giảm động lực đầu tư vào trồng lúa tại Việt Nam năm 2025, qua đó gián tiếp tác động đến nhu cầu tiêu thụ phân bón. Tuy nhiên, điều kiện thời tiết thuận lợi hơn cho canh tác nông nghiệp có thể giúp giảm bớt tác động tiêu cực này. Nhìn chung, chúng tôi duy trì dự báo nhu cầu tiêu thụ urê trong nước giảm nhẹ trong 2025.

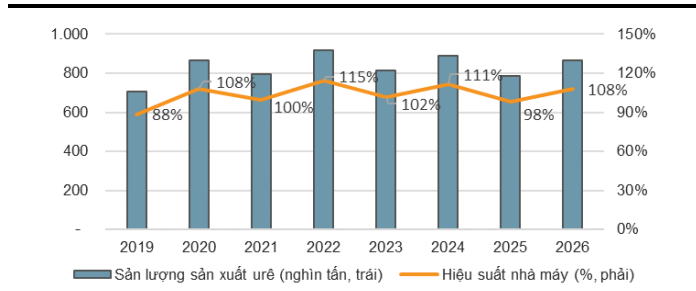
**Hình 6: Giá xuất khẩu gạo 5% tằm của Việt Nam**



Nguồn: BLOOMBERG

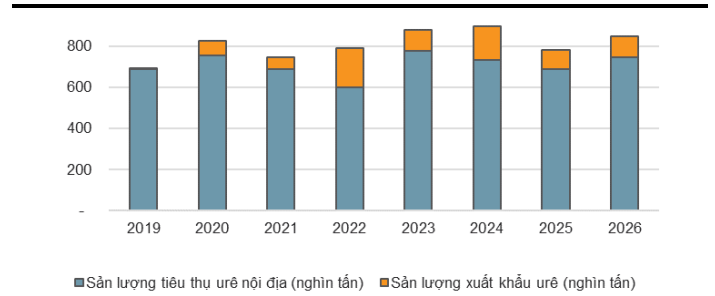
Chúng tôi kỳ vọng DPM sẽ duy trì tỷ lệ tiêu thụ/sản xuất urê ở mức 95-100% như những năm trước. Năm 2025, với sản lượng sản xuất urê dự kiến giảm 11,9% svck và nhu cầu nội địa giảm nhẹ, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ urê của DPM giảm 13,1% svck xuống 781,000 tấn. Trong đó, tiêu thụ nội địa giảm 6% svck xuống 691,000 tấn, và sản lượng xuất khẩu urê dự kiến giảm 45% svck xuống 90,000 tấn từ mức nền cao năm 2024. Đến năm 2026, khi sản lượng sản xuất urê phục hồi, chúng tôi dự báo tiêu thụ urê của DPM cũng sẽ hồi phục 8,8% svck lên 850,000 tấn.

**Hình 7: Dự báo sản lượng sản xuất urê của DPM**



Nguồn: DPM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Dự báo sản lượng tiêu thụ urê của DPM**



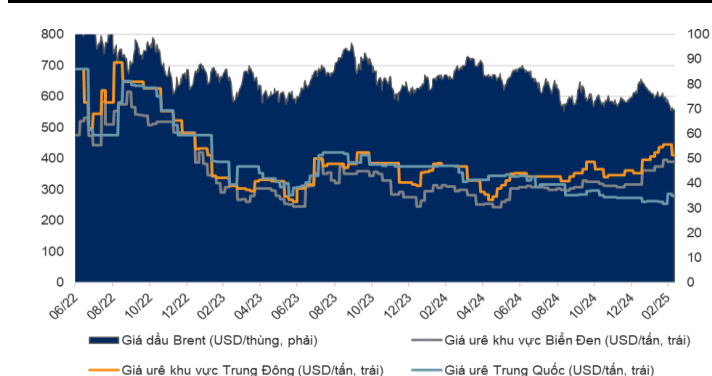
Nguồn: DPM, VNDIRECT RESEARCH

**Giá urê thế giới tăng hỗ trợ giá bán urê của DPM trong 2025...**

Trong 2T25, giá urê toàn cầu đã có xu hướng tăng với giá urê tại Trung Đông/ Biển Đen tăng lần lượt 11,3%/9% sv đầu năm (+12%/25% svck). Động lực chính bao gồm: 1) mùa vụ cao điểm tại các thị trường quan trọng (Ấn Độ, Brazil); 2) nhu cầu nhập khẩu tăng từ Ấn Độ nhưng các đợt đấu thầu có số lượng trúng thầu hạn chế; và 3) Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu, giữ nguồn cung toàn cầu ở mức thấp. Chúng tôi dự báo giá urê trung bình tại Trung Đông (cơ sở dự báo giá urê thế giới của chúng tôi) sẽ tăng 3%/1,5% svck trong 2025/26, dựa trên dự báo giá urê toàn cầu của World Bank, với sự vắng mặt kéo dài của Trung Quốc trên thị trường xuất khẩu và nhu cầu vẫn lớn từ các thị trường chính như Ấn Độ, Brazil là những động lực chính.

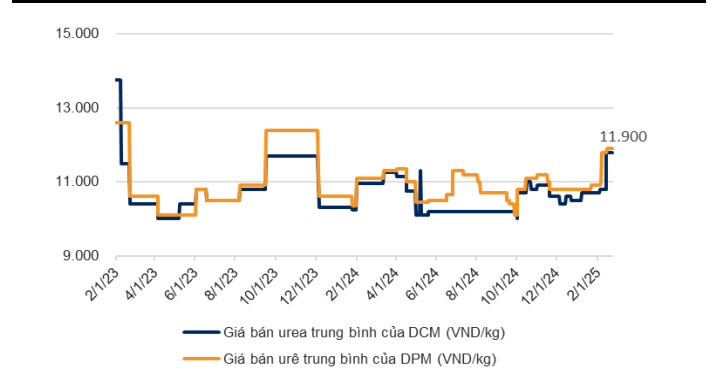
Ở thị trường nội địa, giá urê trung bình của DPM/DCM trong 2T25 đã tăng 3,9%/4,6% sv đầu năm (+2,7%/3,3% svck), theo xu hướng tăng của giá urê toàn cầu nhưng mức tăng hạn chế do nhu cầu yếu hơn trong dịp Tết Nguyên đán. Chúng tôi kỳ vọng giá bán urê trung bình của DPM sẽ tăng nhẹ 0,9% svck lên 375,4 USD/tấn trong 2025, chủ yếu do xu hướng giá urê toàn cầu tăng bù đắp tác động của luật thuế GTGT sửa đổi (giá bán bình quân có thể tăng 3,5% svck nếu không tính tới tác động của luật này). Năm 2026, chúng tôi dự báo giá bán urê bình quân của DPM sẽ giảm 1,6% svck, chủ yếu do ảnh hưởng của luật thuế GTGT sửa đổi

**Hình 9: Xu hướng giá urê toàn cầu**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT REASERCH

**Hình 10: Xu hướng giá urê trong nước**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

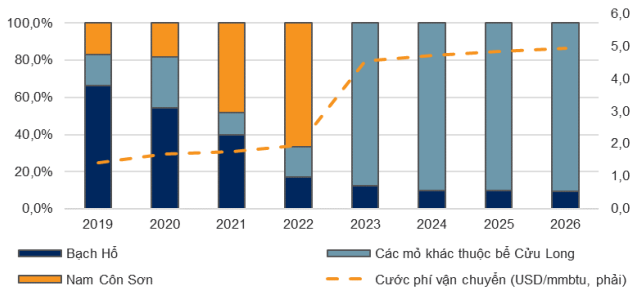
**...cùng với áp lực giá khí giảm, thúc đẩy biên LN gộp urê mở rộng**

Chúng tôi dự báo tỷ trọng nguồn khí có chi phí vận chuyển thấp hơn (mỏ Bạch Hổ) sẽ giảm xuống lần lượt 9,8%/9,5% trong năm 2025/26, tiếp tục tạo áp lực lên chi phí vận chuyển khí trung bình của DPM tăng lần lượt 2,2%/2,2% svck lên 4,8/4,9 USD/mmbtu.

Chúng tôi duy trì dự báo giá dầu Brent trung bình sẽ giảm xuống 75/70 USD/thùng trong năm 2025/26, kéo theo giá dầu FO Singapore giảm 6,3%/6,7% svck xuống còn 422/394 USD/tấn, bù đắp hoàn toàn tác động của chi phí vận chuyển khí tăng. Chúng tôi cũng đã điều chỉnh giả định về tỷ giá USD/VND tăng 2,9% svck trong năm 2025, thay vì mức giảm 2,3% svck như dự báo trước đó, như chúng tôi đã cập nhật trong báo cáo Cập nhật vĩ mô. Tóm lại, chúng tôi dự báo giá khí trung bình của DPM sẽ giảm 2,2%/2,2% svck xuống còn 10,6/10,3 USD/mmbtu trong năm 2025/26, chủ yếu do giá dầu giảm bù đắp hoàn toàn tác động của cước phí vận chuyển tăng.

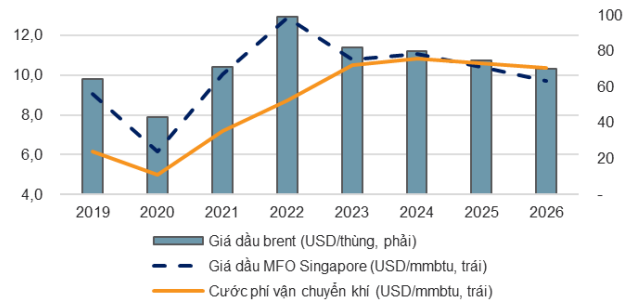
Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp urê của DPM sẽ tăng 4,3% điểm % svck lên 21,9% trong năm 2025, chủ yếu nhờ giá khí giảm trong bối cảnh giá bán urê cao hơn. Trong năm 2026, chúng tôi tin rằng biên LN gộp urê của DPM sẽ tiếp tục mở rộng thêm 3,1% điểm % svck lên 25%, được hỗ trợ bởi giá dầu tiếp tục giảm bất chấp cước khí vận chuyển có thể tiếp tục tăng.

**Hình 11: Dự báo tỷ trọng nguồn khí đầu vào của DCM**



Nguồn: VNDIRECT REASERCH

**Hình 12: Dự báo giá khí đầu vào của DPM trong giai đoạn 2025-26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**PVN đã chấp thuận kế hoạch tăng vốn điều lệ của DPM**

Ngày 7/3/2025, PVN đã phê duyệt kế hoạch tăng vốn điều lệ của DPM thêm 2.886 tỷ đồng lên 6.800 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu thường từ Quỹ đầu tư và phát triển. Sau đợt tăng vốn này, DPM sẽ trở thành công ty phân bón có vốn hóa lớn nhất thị trường Việt Nam. Chúng tôi tin rằng đợt tăng vốn này sẽ giúp DPM: (1) củng cố nguồn lực tài chính vững chắc để mở rộng quy mô hoạt động, nâng cao năng lực sản xuất; (2) cải thiện khả năng đấu thầu các hợp đồng cung ứng phân bón quy mô lớn, đặc biệt là hợp đồng xuất khẩu; và (3) tăng thanh khoản cổ phiếu.

**Tái định vị thương hiệu – Bước chuyển mình mới của DPM**

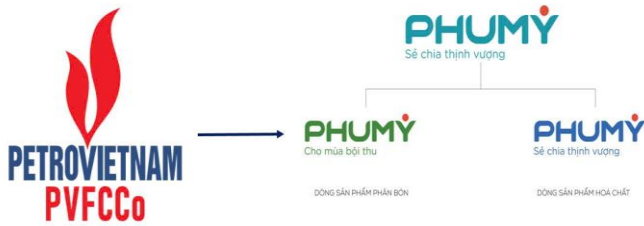
**Tái định vị thương hiệu sau hơn hai thập kỷ...**

Vào ngày 10/12/2024, DPM chính thức ra mắt tên gọi và bộ nhận diện thương hiệu mới PHUMY, đánh dấu một giai đoạn phát triển mới. Thiết kế mới thể hiện sự kết hợp giữa công nghệ và nông nghiệp bền vững. Chữ “Y” trong logo được cách điệu biểu trưng cho tinh thần đổi mới và sự phát triển mạnh mẽ. Logo mới



không chỉ phản ánh bản sắc doanh nghiệp mà còn hướng tới việc tăng cường kết nối với khách hàng và đối tác.

**Hình 13: DPM tái định vị thương hiệu thành PHUMY, đánh dấu giai đoạn phát triển mới**



Nguồn: DPM

**Hình 14: Thương hiệu mới thống nhất trên tất cả các dòng sản phẩm**



Nguồn: DPM

### ...nhằm khẳng định cam kết đổi mới và phát triển bền vững

Chúng tôi tin rằng chiến lược tái định vị thương hiệu của DPM đánh dấu một bước chuyển mình tích cực, giúp công ty thích ứng với sự thay đổi của thị trường. Cụ thể:

- *Nâng cao nhận diện thương hiệu và mở rộng thị trường:* Việc ra mắt thương hiệu PHUMY giúp DPM xây dựng hình ảnh hiện đại, chuyên nghiệp hơn và củng cố vị thế trên thị trường. Bộ nhận diện mới sẽ được áp dụng đồng bộ tại trụ sở chính, nhà máy phân bón Phú Mỹ, các công ty con, bao bì sản phẩm và hệ thống phân phối trên toàn quốc.
- *Khẳng định cam kết phát triển bền vững theo ESG:* Hoạt động trong lĩnh vực phân bón và hóa chất, DPM phải tuân thủ các quy định môi trường nghiêm ngặt. Thương hiệu PHUMY phù hợp với chiến lược phát triển bền vững của DPM, với bộ nhận diện thân thiện với môi trường, nhấn mạnh sản xuất xanh và trách nhiệm xã hội. Điều này giúp củng cố uy tín của DPM và thu hút các quỹ đầu tư quan tâm đến ESG.

Tóm lại, việc tái định vị thương hiệu của DPM không chỉ đơn thuần là thay đổi logo mà còn phản ánh chiến lược dài hạn nhằm mở rộng thị phần, nâng cao giá trị thương hiệu và cam kết với các nguyên tắc ESG. Sự chuyển đổi này phù hợp với xu hướng ngành và tạo nền tảng cho DPM mở rộng sang lĩnh vực hóa chất, củng cố vị thế dài hạn trên thị trường.

## Định giá: Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 36.900 đồng

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 1,1% xuống 36.900 đồng/cổ phiếu, vẫn dựa trên phương pháp định giá DCF và P/B mục tiêu với trọng số bằng nhau. P/B mục tiêu 2025 của chúng tôi cho DPM là 1,2x, tương đương mức P/B trung bình ba năm của các doanh nghiệp cùng ngành từ tháng 12/2021 - 12/2024 (chúng tôi chọn giai đoạn này để loại bỏ tác động của việc P/B toàn thị trường tăng đột biến vào giữa năm 2021).

Hình 16: Giá mục tiêu hỗn hợp

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá mục tiêu theo tỷ trọng (đồng)
DCF	38.294	50%	19.147
P/B (1,2x)	35.409	50%	17.705
Giá trị hợp lý (đồng)			36.852
Giá mục tiêu (đồng)			<b>36.900</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

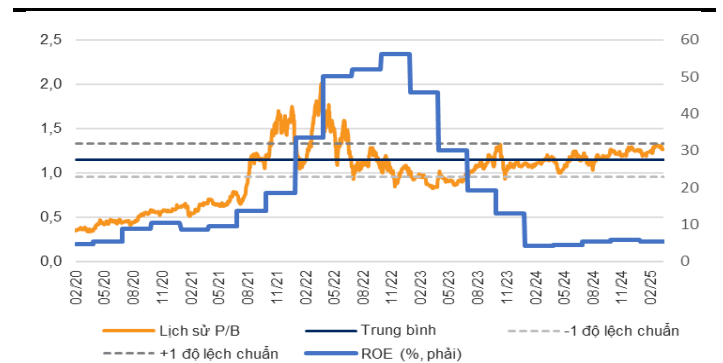
Giá mục tiêu của chúng tôi thấp hơn do: (1) hạ dự báo EPS năm 2025-26; và (2) tăng giả định WACC từ 10,9% lên 12,2% do chúng tôi nâng giả định lãi suất phi rủi ro từ 2,66% lên 3,0% (dựa trên lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm tại ngày 31/12/2024) và nâng phần bù rủi ro thị trường từ 7,78% lên 8,35% theo mô hình [Damodaran](#)

Hình 29: Lịch sử P/E của DPM từ năm 2019



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Lịch sử P/B



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,00%
Phần bù rủi ro thị trường	8,35%
Beta	1,2
Chi phí VCSH	13,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	11.236
Nợ	3.422
Chi phí nợ	3,2%
Mức thuế	17,8%
WACC	12,1%
Tăng trưởng dài hạn	0,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do (FCF)

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029
LN ròng	756	1.022	906	886	796
Thuế khả dụng	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
Chi phí lãi vay	90	68	50	20	4
+ Thay đổi vốn lưu động	84	(309)	176	(173)	14
- Capex	(257)	(72)	(209)	(72)	(201)
+ Chi phí khấu hao	411	393	388	373	258
Dòng tiền tự do FCFF	1.068	1.090	1.303	1.031	870
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF	953	867	924	652	491
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF (5 năm)					<b>3.885</b>
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối					<b>4.234</b>
Tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp					<b>8.120</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Phân tích độ nhạy cho định giá DCF

Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	Chi phí VCSH (%)				
		Cơ sở				
		12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
0,0%		39.332	38.536	37.799	37.115	36.441
0,2%		39.566	38.749	37.993	37.292	36.602
0,5%		39.934	39.083	<b>38.296</b>	37.568	36.853
0,8%		40.324	39.435	38.616	37.859	37.117
1,1%		40.737	39.807	38.952	38.165	37.394

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá gồm sản lượng bán tăng, giá bán cao hơn và tác động tích cực từ luật thuế GTGT sửa đổi.
- Rủi ro giảm giá gồm giá khí đầu vào cao hơn dự kiến và giá urê/NPK giảm do xu hướng giảm của giá phân bón toàn cầu.

Hình 21: So sánh các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất và cung cấp phân bón

Công ty	Mã CK	Giá (nội tệ)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E trượt 12T (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 12T (%)	ROA trượt 12T (%)	Nợ/VCSH (%)
CTCP phân bón Miền Nam	SFG VN	11.100	21	20,7	0,8	3,9%	2,0%	97,5
CTCP supe phot phát và hóa chất Lâm Thao	LAS VN	18.600	82	12,6	1,4	11,8%	6,8%	49,0
CTCP phân bón dầu khí Cà Mau	DCM VN	33.900	700	14,2	1,8	12,6%	9,2%	13,3
CTCP phân bón Bình Điền	BFC VN	39.850	89	7,1	1,8	27,6%	10,6%	51,5
Trung bình				15,6	1,4	13,7%	6,8%	48,3
Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí	DPM VN	35.150	536	23,2	1,2	12,7%	5,3%	30,5

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu ngày 21/03)

**Báo cáo KQ HĐKD**

(Tỷ đồng)	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Doanh thu thuần	7.762	12.786	18.627	13.569	13.496	12.561	13.194
Giá vốn hàng bán	6.032	8.001	10.789	11.917	11.598	10.600	10.846
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.730</b>	<b>4.786</b>	<b>7.838</b>	<b>1.652</b>	<b>1.898</b>	<b>1.960</b>	<b>2.349</b>
Chi phí QLDN	409	425	556	502	594	507	533
Chi phí bán hàng	655	818	978	848	872	812	853
LN hoạt động	<b>666</b>	<b>3.543</b>	<b>6.304</b>	<b>301</b>	<b>432</b>	<b>641</b>	<b>963</b>
EBITDA thuần	<b>1.216</b>	<b>4.080</b>	<b>6.819</b>	<b>704</b>	<b>822</b>	<b>1.052</b>	<b>1.355</b>
Chi phí khấu hao	550	537	515	403	390	411	393
<b>LN HĐ trước thuế và lãi vay</b>	<b>666</b>	<b>3.543</b>	<b>6.304</b>	<b>301</b>	<b>432</b>	<b>641</b>	<b>963</b>
Thu nhập tài chính	180	176	365	458	369	405	389
Chi phí tài chính	95	75	85	71	65	106	80
Thu nhập ròng khác	95	153	19	1	4	4	4
Thu nhập từ công ty LDLK	2	3	3	3	3	3	3
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>848</b>	<b>3.799</b>	<b>6.606</b>	<b>691</b>	<b>743</b>	<b>946</b>	<b>1.279</b>
Chi phí thuế	146	628	1.021	161	132	169	228
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>691</b>	<b>3.117</b>	<b>5.565</b>	<b>519</b>	<b>594</b>	<b>756</b>	<b>1.022</b>
LN ròng sau điều chỉnh	691	3.117	5.565	519	594	756	1.022

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Tiền & Tương đương tiền	2.029	2.524	2.084	1.242	1.005	1.364	945
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.185	3.455	6.880	5.385	9.464	8.194	8.743
Các khoản phải thu ngắn hạn	223	263	235	432	276	232	297
Hàng tồn kho	1.468	2.776	3.871	1.911	1.731	1.568	1.842
Tài sản ngắn hạn khác	291	276	285	385	367	341	359
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.314</b>	<b>9.520</b>	<b>13.579</b>	<b>9.565</b>	<b>13.222</b>	<b>12.065</b>	<b>12.526</b>
Tài sản cố định	4.283	3.717	3.255	2.988	2.713	2.569	2.259
Tổng đầu tư	264	255	242	224	215	205	196
Tài sản dài hạn khác	285	252	403	270	292	292	292
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11.300</b>	<b>13.918</b>	<b>17.699</b>	<b>13.309</b>	<b>16.531</b>	<b>15.220</b>	<b>15.361</b>
Nợ vay ngắn hạn	191	200	202	-	3.422	2.222	2.022
Phải trả người bán	1.166	1.407	1.963	1.297	1.247	1.139	1.222
Phải trả ngắn hạn khác	669	544	831	188	402	368	368
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.026</b>	<b>2.152</b>	<b>2.996</b>	<b>1.484</b>	<b>5.071</b>	<b>3.729</b>	<b>3.612</b>
Nợ vay dài hạn	859	700	505	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	167	353	181	280	224	224	224
Vốn điều lệ	3.935	3.935	3.935	3.935	3.935	3.935	3.935
Lợi nhuận giữ lại	655	3.086	6.401	2.838	2.526	2.537	2.766
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.247</b>	<b>10.713</b>	<b>14.017</b>	<b>11.545</b>	<b>11.236</b>	<b>11.268</b>	<b>11.525</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	163	198	186	175	177	198	227
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>11.300</b>	<b>13.918</b>	<b>17.699</b>	<b>13.309</b>	<b>16.531</b>	<b>15.220</b>	<b>15.361</b>

<b>Báo cáo LCTT</b>							
(Tỷ đồng)	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>848</b>	<b>3.799</b>	<b>6.606</b>	<b>691</b>	<b>743</b>	<b>946</b>	<b>1.279</b>
Khấu hao	550	537	515	403	390	411	393
Thuế đã nộp	(178)	(302)	(1.209)	(345)	(65)	(169)	(228)
Các khoản điều chỉnh khác	20	20	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(536)	(1.450)	(1.018)	961	47	84	(309)
<b>LC tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>787</b>	<b>2.516</b>	<b>4.961</b>	<b>945</b>	<b>931</b>	<b>1.094</b>	<b>809</b>
Đầu tư TSCĐ	(82)	(222)	(77)	(241)	(73)	(257)	(72)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0	0	0	0	0
Các khoản khác	(984)	(1.097)	(3.152)	1.916	(3.768)	1.469	(211)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
<b>LC tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>(1.066)</b>	<b>(1.319)</b>	<b>(3.227)</b>	<b>1.676</b>	<b>(3.841)</b>	<b>1.212</b>	<b>(283)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(190)	(145)	(200)	(707)	3.422	(1.200)	(200)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(479)	(558)	(1.977)	(2.755)	(746)	(746)	(746)
<b>LC tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>(669)</b>	<b>(702)</b>	<b>(2.177)</b>	<b>(3.463)</b>	<b>2.676</b>	<b>(1.946)</b>	<b>(946)</b>
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	2.977	2.029	2.524	2.084	1.242	1.005	1.364
<b>LC tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(948)</b>	<b>495</b>	<b>(440)</b>	<b>(842)</b>	<b>(237)</b>	<b>360</b>	<b>(419)</b>
<b>Tiền &amp; Tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>2.029</b>	<b>2.524</b>	<b>2.084</b>	<b>1.242</b>	<b>1.005</b>	<b>1.364</b>	<b>945</b>

### Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (VND)	1.766	7.965	14.218	1.327	1.517	1.932	2.612
P/E	20,2	4,5	2,5	26,8	23,5	18,4	13,6
PEG 1 năm	(43,8)	5,4	0,7	34,2	(25,9)	128,6	49,8
EV/EBIT	19,4	3,5	2,0	42,2	37,9	23,1	15,6
EV/EBITDA	10,0	2,8	1,2	13,4	6,3	6,0	4,3
P/S	1,8	1,1	0,7	1,0	1,0	1,1	1,1
P/B	1,7	1,3	1,0	1,2	1,3	1,3	1,2
Tỷ suất cổ tức	3,4%	4,0%	14,2%	19,8%	5,4%	4,2%	4,2%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	127%	81%	63%	50%	144%	99%	78%

### Chỉ số tăng trưởng

Tăng trưởng DT	1,0%	64,7%	45,7%	-27,2%	-0,5%	-6,9%	5,0%
Tăng trưởng LN gộp	4,0%	15,1%	4,7%	-29,9%	1,9%	1,5%	2,2%
Tăng trưởng LN ròng	80,4%	352,0%	76,1%	-90,5%	15,2%	27,4%	35,2%
Tăng trưởng EPS	83,0%	350,9%	78,5%	-90,7%	14,3%	27,4%	35,2%

### Chỉ số hiệu quả sinh lời

Biên LN gộp	22,3%	37,4%	42,1%	12,2%	14,1%	15,6%	17,8%
Biên EBITDA	19,1%	34,5%	38,6%	8,4%	8,7%	11,5%	13,2%
Biên LN hoạt động	8,6%	27,7%	33,8%	2,2%	3,2%	5,1%	7,3%
Biên LN ròng	8,9%	24,4%	29,9%	3,8%	4,4%	6,0%	7,7%
ROAA	6,1%	22,4%	31,4%	3,9%	3,6%	5,0%	6,7%
ROAE	8,4%	32,9%	45,0%	4,1%	5,2%	6,7%	9,0%

### Chỉ số đòn bẩy

Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	7,5	51,1	97,3	5,9	9,0	7,1	14,2
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	180,8	-26,7	-537,1	-3,7	-32,7	-6,3	-310,0
Nợ vay / Vốn	11,3%	7,8%	4,8%	0,0%	23,3%	16,5%	14,9%
Nợ vay / VCSH	12,7%	8,4%	5,0%	0,0%	30,5%	19,7%	17,5%
Nợ vay ròng / VCSH	38,4%	47,4%	58,9%	57,4%	62,7%	65,1%	66,5%

### Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tổng tài sản	0,7	1,0	1,2	0,9	0,9	0,8	0,9
Vòng quay khoản phải thu	34,0	53,0	75,3	41,1	38,6	50,0	50,4
Số ngày phải thu	15	12	9	15	18	18	17
Vòng quay khoản phải trả	13,0	13,1	13,2	14,6	15,9	16,7	17,6
Số ngày phải trả	27	35	29	24	22	20	22
Vòng quay hàng tồn kho	4,3	3,8	3,2	4,1	6,4	6,4	6,4
Số ngày tồn kho	89	127	131	59	54	54	62
Hệ số thanh toán hiện hành	3,1	4,4	4,5	6,4	2,6	3,2	3,5
Hệ số thanh toán nhanh	2,4	3,1	3,2	5,2	2,3	2,8	3,0

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng Phòng

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn)

### Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên Phân tích

Email: [hue.duongthu@vndirect.com.vn](mailto:hue.duongthu@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>