

PHÂN BÓN

**LỰC ĐẨY TỪ THUẾ VAT VÀ
GIÁ DẦU GIẢM NHANH**



Hiển Lê – hien.ln@vdsc.com.vn





Tổng quan

Năm 2024, ngành phân bón phục hồi chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh ở thị trường nước ngoài và hồi phục ở nội địa, trong khi giá bán hồi phục nhẹ. Bước sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ngành phân bón sẽ tăng trưởng nhờ biên gộp cải thiện trong khi doanh thu ổn định.

- Biên gộp cải thiện nhờ giá khí đầu vào dự kiến giảm nhanh hơn giá bán phân bón và tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế VAT dự kiến có hiệu lực sớm sau ngày 01/07/2025.
- Doanh thu ổn định nhờ sản lượng tăng nhẹ bù trừ cho giá bán giảm nhẹ.

Khuyến nghị: **DPM (TÍCH LŨY, GMT: 36.800 đ/cp), BFC (TÍCH LŨY, GMT: 39.400 đ/cp), DCM (TRUNG LẬP, GMT: 34.000 đ/cp)**

Điểm nhấn

1) Giá bán phân bón nội địa dự kiến giảm theo giá phân bón thế giới. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá phân nội địa giảm thấp hơn giá phân thế giới, cụ thể, giá phân **Ure/DAP/NPK nội địa** giảm lần lượt **3%/2%/2% YoY**.

Theo Ngân hàng thế giới và Fitch Ratings, **giá bán Ure/DAP thế giới** trung bình giảm lần lượt 4%/14% YoY do nhu cầu phân bón của Ấn Độ và Brazil dự kiến giảm và giá dầu Brent và giá nông sản (lúa, gạo) đều giảm. Tuy nhiên, **giá phân nội địa giảm thấp hơn giá phân thế giới** nhờ:

- nhu cầu tăng khi thời tiết thuận lợi tại thị trường nội địa trong khi giá nông sản duy trì ở mức cao.
- các nhà sản xuất trong nước tăng chi phí bán hàng để giữ chân khách hàng.
- luật thuế VAT nhiều khả năng chưa có hiệu lực trực tiếp trong năm 2025 do cần chờ các thông tin nghị định hướng dẫn cụ thể, do đó chưa giúp các doanh nghiệp tiết giảm được chi phí.
- tỷ giá USD/VND ước tăng 3% YoY sẽ giúp giá phân nội địa giảm ít hơn khi giá nhập khẩu quy đổi theo tỷ giá mắc hơn.
- biến động cung cầu thế giới ảnh hưởng lên từng loại phân sẽ khác nhau như sau:
 - Giá phân Ure nội địa giảm 3% YoY so với mức giảm trung bình ước tính 4% YoY khi Trung Quốc duy trì hạn chế xuất khẩu và Nga giảm nhẹ 10% hạn ngạch xuất khẩu Ure cho giai đoạn 1/12/2024-31/10/2025.
 - Giá phân DAP nội địa giảm nhẹ 2% YoY so với mức giảm ước tính 14% YoY nhờ Trung Quốc hạn chế xuất khẩu kể từ T12/2024 khi giá bán DAP tại Trung Quốc tăng cao. Chúng tôi nhận thấy giá phân DAP sẽ chịu mức ảnh hưởng của cung cầu bên Trung Quốc nhiều hơn xu hướng thế giới.
 - Giá phân NPK nội địa giảm nhẹ 2% YoY khi nhu cầu phân NPK nhiều hơn Ure khi thời tiết nội địa thuận lợi và Nga tăng 10% hạn ngạch xuất khẩu từ 1/12/2024-31/10/2025. Chúng tôi ước tính mức giảm của giá phân NPK thế giới khoảng 2-4% do giá phân NPK có xu hướng biến động ổn định hơn giá phân Ure.

Sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng nhẹ YoY ở các mảng nội địa và xuất khẩu.

- Đối với thị trường nội địa, thời tiết thuận lợi (mưa đều, nhiệt độ vừa phải) sẽ thúc đẩy nhu cầu sử dụng phân NPK để tăng năng suất nhiều hơn phân Ure. Bên cạnh đó tỷ giá USD/VND ước tăng 3% YoY sẽ giúp các doanh nghiệp Việt có giá bán cạnh tranh so với giá nhập khẩu.
- Đối với thị trường xuất khẩu, sản lượng xuất khẩu kỳ vọng quay trở lại giai đoạn 2021-2022 với thị phần tăng ở các thị trường mới như Hàn Quốc, Úc và Lào.

Biên gộp cải thiện nhờ giá khí đầu vào (sau khi quy đổi tỷ giá USD/VND) giảm 3% YoY nhờ giá dầu Brent giảm 9% YoY theo dự phóng trung bình của các tổ chức và cước phí vận chuyển khí ổn định.

Chi phí bán hàng ước tính sẽ tăng cao để các doanh nghiệp mở rộng thị phần sẽ khiến biên lợi nhuận ròng không tăng mạnh.

Luật thuế VAT dự kiến có hiệu lực từ 01/07/2025. Mặc dù, luật thuế cần chờ thông tư, nghị định hướng dẫn cụ thể, chúng tôi kỳ vọng có hiệu lực sớm trong Q3/2025. Khi luật VAT mới được áp dụng, doanh nghiệp phân Ure như DCM, DPM dự kiến tiết kiệm được khoảng 3%-4% tổng chi phí, trong khi doanh nghiệp phân NPK như BFC không được tiết kiệm khi thuế VAT đầu vào tương đương thuế VAT đầu ra.

Điểm nhấn

Rủi ro đối với khuyến nghị

- **Rủi ro tăng giá:** Giá bán tăng mạnh hơn kỳ vọng khi Nga hạn chế xuất khẩu phân bón.
- **Rủi ro giảm giá:** Giá bán giảm hơn kỳ vọng do Trung Quốc mở cửa trở lại và giá nông sản giảm sâu ảnh hưởng lên nhu cầu nuôi trồng. Tỷ giá USD/VND tăng cao khiến giá khí nguyên liệu quy đổi ở mức cao ảnh hưởng lên biên gộp.

Giá phân bón ước tính của các tổ chức

Loại phân	Tổ chức dự báo	Giá các loại phân	Thời gian dự phóng	Giá phân bón (USD/tấn)			Tăng trưởng		VDSC dự phóng tăng trưởng giá bán nội địa 2025F
				2023	2024F	2025F	2024F	2025F	
Ure	World Bank	Urea, Đông Âu	29/10/2024	358	330	335	-2%	1%	
	Fitch Ratings	Ure- FOB Trung Đông	Tháng 12/2024	349	320	290	-8%	-9%	
	Trung bình			354	325	313	-8%	-4%	-3%
DAP	World Bank	DAP	29/10/2024	550	560	510	1%	-9%	
	Fitch Ratings	DAP- FOB Morrocco	Tháng 12/2024	589	580	470	-2%	-19%	
	Trung bình			569,5	570	490	0%	-14%	-2%
Kali	World Bank	Potassium chloride	29/10/2024	383	295	290	-21%	-2%	
	Fitch Ratings	Potash-FOB Vancouver	Tháng 12/2024	381	260	230	-32%	-12%	
	Trung bình			382	277,5	260	-27%	-6%	N.A
NPK	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-2%

Nguồn: Worldbank, Fitch Ratings, CTCK Rông Việt

- So với dự phóng của World Bank và Fitch Ratings, chúng tôi kỳ vọng giá phân nội địa giảm thấp hơn giá phân thế giới, cụ thể, giá phân **Ure/DAP/NPK nội địa** giảm lần lượt 3%/2%/2% YoY.

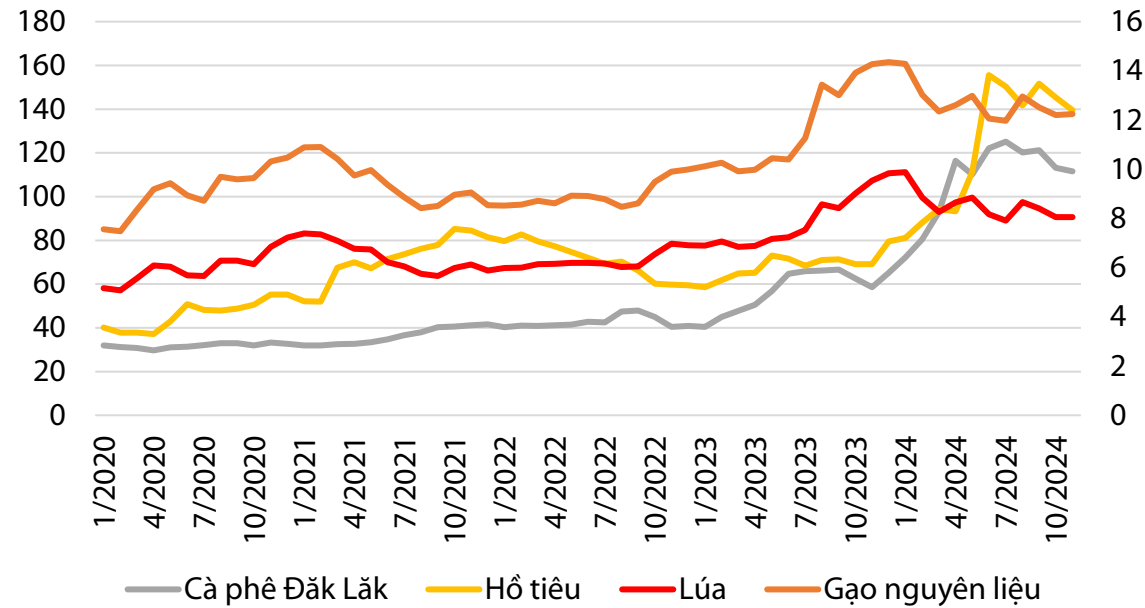
Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng)

Tổ chức	2024F	2025F	Dự báo vào ngày
EIA	81	74	10/12/2024
JP Morgan	82	73	19/12/2024
HSBC	80	70	30/09/2024
Goldman Sachs	80	76	21/11/2024
BMI	81	76	Tháng 11/2024
UBS	80	75	Tháng 9/2024
Fitch ratings	80	70	Tháng 12/2024
Trung bình	81	73,4	
VDSC dự báo	80	73,4	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

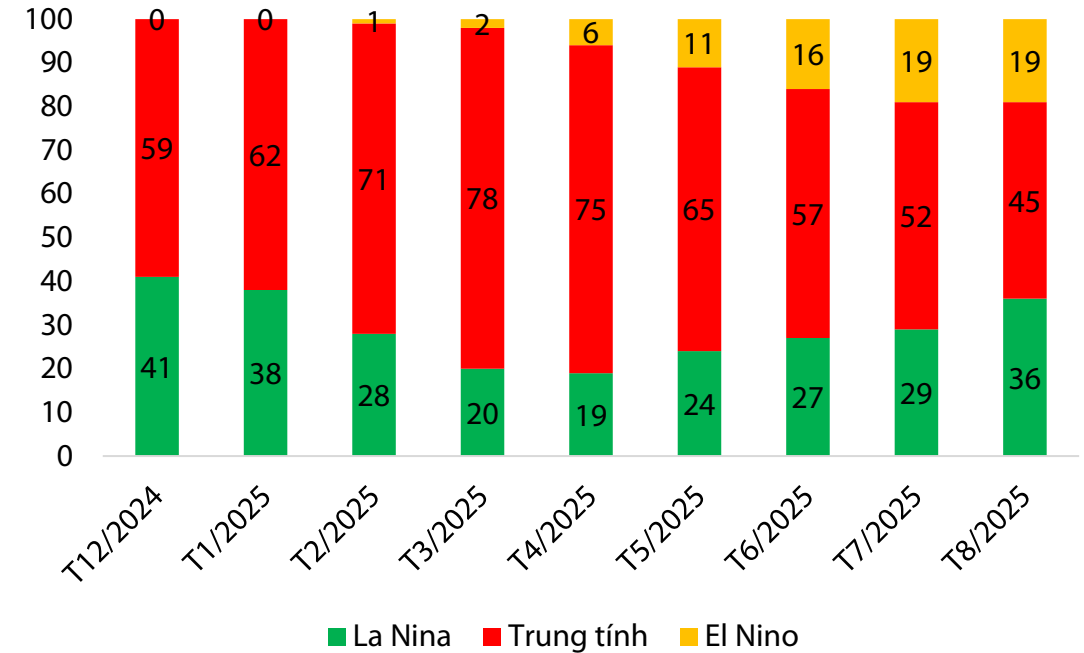
- Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ tương đương trung bình dự phóng của các tổ chức trên thế giới khi dự báo nguồn cung dầu tại Mỹ tăng và nhu cầu yếu từ Trung Quốc

Giá các loại nông sản phổ biến của Việt Nam như lúa, gạo (nghìn đồng/USD, phải) và hồ tiêu, cà phê (nghìn đồng/kg, trái) đang ở mức cao so với cùng kỳ



Nguồn: Widata, CTCK Rồng Việt

Dự báo xác suất hiện tượng ENSO qua các tháng (%)

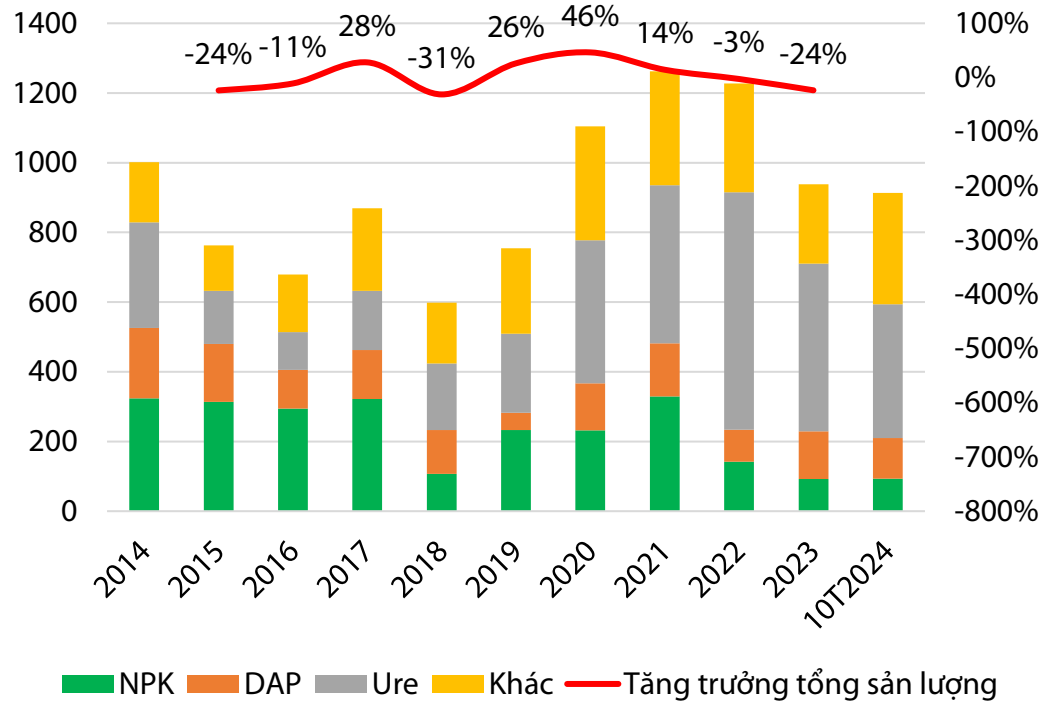


Nguồn: IRI, CTCK Rồng Việt

Sản lượng tiêu thụ nội địa kỳ vọng tăng nhẹ nhờ thời tiết thuận lợi, giá nông sản duy trì ở mức T6/2023 và giá bán nội địa cạnh tranh với giá nhập khẩu

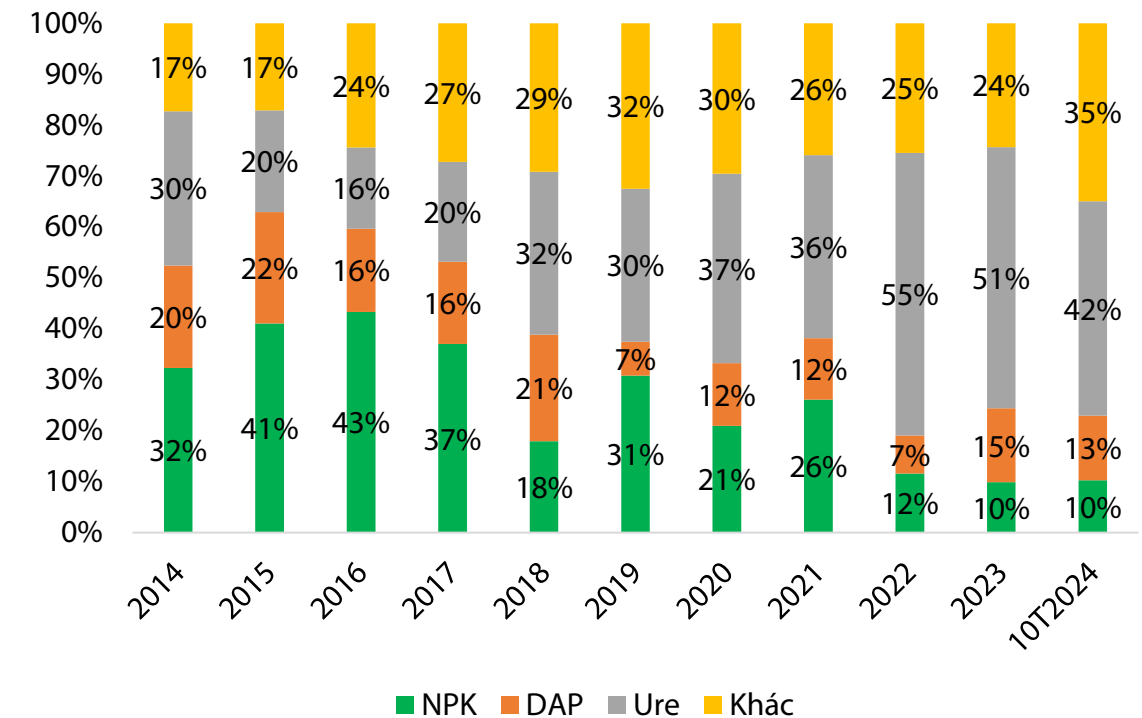
- Giá một số loại nông sản của Việt Nam hiện đang duy trì ổn định ở mức cao so với T7/2023 và kỳ vọng giảm theo giá nông sản thế giới trong năm 2025. Bước sang năm 2025, theo World bank, giá nông sản thế giới như giá ngũ cốc/lúa mì/ngô/gạo dự kiến giảm lần lượt 5%/2%/1%/11% YoY khi nguồn cung quay trở lại nhờ thời tiết thuận lợi hơn. Tuy nhiên, với mức giảm 11% YoY của giá gạo và lúa, chúng tôi kỳ vọng giá nông sản nội địa vẫn duy trì ở mức cao so với giai đoạn trước tháng 6/2023.
- Đối với ngành phân bón, thời tiết thuận lợi dựa trên dự báo thời tiết trung tính kể từ T3/2025 sẽ giúp các hộ nông dân tăng sản xuất. Tuy nhiên, giá bán phân bón khó tăng cao khi giá nông sản quay đầu giảm.
- Giá bán nội địa cạnh tranh với giá nhập khẩu nhờ giá nhập khẩu tăng do tỷ giá USD/VND dự kiến tăng 3% YoY và luật thuế VAT thông qua tạo động lực giảm giá bán nội địa.

Sản lượng xuất khẩu phân bón của Việt Nam (nghìn tấn, trái) và tăng trưởng (% , phải)



Nguồn: IFA, CTCK Rồng Việt

Tỷ trọng xuất khẩu theo loại phân bón của Việt Nam (%)



Nguồn: IFA, CTCK Rồng Việt

- Sau giai đoạn 2021-2022, sản lượng xuất khẩu tăng mạnh nhờ xuất khẩu sang thị trường Ấn Độ. Năm 2024, giá trị xuất khẩu tăng trưởng 19% (sản lượng tăng 17% YoY) nhờ Hàn Quốc (lũy kế 11T2024 ước tăng 230,8% YoY) trong khi thị trường Campuchia hồi phục nhẹ 5% YoY
- Bước sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng thị trường mới như Hàn Quốc, Úc, Newzealand và Lào sẽ tiếp tục dẫn dắt nhu cầu xuất khẩu khi thị phần thấp. Sản lượng xuất khẩu 10T2024 của Hàn Quốc đối với phân Ure ước đạt 148 nghìn tấn (tương đương 16% thị phần nhập khẩu giai đoạn 2020-2023)

Ước tính chênh lệch VAT đầu vào – VAT đầu ra của các loại phân

Loại phân	Doanh nghiệp	Nguyên liệu đầu vào	Thuế suất VAT đầu vào	Thuế suất VAT đầu ra	Chênh lệch VAT đầu vào - VAT đầu ra
Phân Ure	DPM, DCM, DHB	Than	10%		5%
		Khí	10%		
Phân lân	LAS, DDV	Quặng Apatit	5%	5%	0%
		Lưu huỳnh	10%		5%
Phân NPK	BFC, LAS	Phân Ure/SA	5%		0%
		Phân DAP/lân	5%		
		Phân Kali/MOP	5%		

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tổng chi phí đầu vào (tỷ đồng) trong năm 2023 của 2 doanh nghiệp sản xuất phân Ure

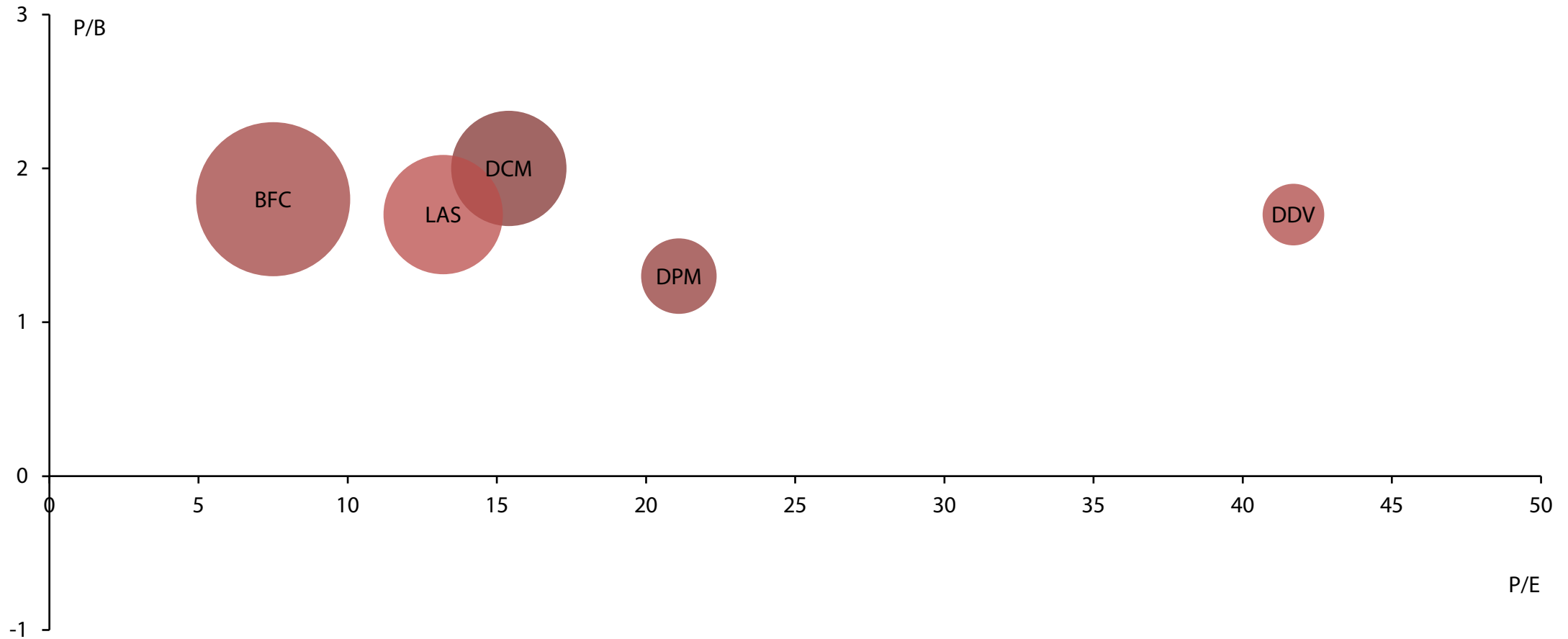
Cơ cấu chi phí năm 2023	DPM	DCM	Nhận định	Chênh lệch mức thuế VAT đầu vào - VAT đầu ra
Nguyên vật liệu	6.871	6.599	VAT đầu vào 10%	5%
Nhân công	599	682	Không có thuế VAT đầu vào	0%
Khấu hao	403	1.083	Không có thuế VAT đầu vào	0%
Dịch vụ mua ngoài	972	902	VAT đầu vào dao động từ 5%-10% tùy thuộc vào loại chi phí. Giả định VAT đầu vào 9%	4%
Chi phí khác bằng tiền	654	608		
Tổng chi phí trong năm	9.499	9.875		
Tổng chi phí VAT đầu vào được khấu trừ thuế VAT đầu ra	8.497	8.110		
Chi phí tiết kiệm dự kiến	409	390		
Tỷ lệ chi phí tiết kiệm/tổng chi phí	4,3%	4,0%		

Nguồn: DCM, DPM, CTCK Rồng Việt

- Mức tiền thuế VAT được hoàn hàng năm của doanh nghiệp là mức tiền thuế chênh lệch giữa mức tiền thuế VAT đầu vào – mức tiền thuế VAT đầu ra.
- Mức tiền thuế VAT đầu vào sẽ khác nhau do chi phí đầu vào có các mức thuế khác nhau. Ví dụ như chi phí nhân công, chi phí khấu hao không có thuế VAT đầu vào và chi phí nguyên liệu không bị đánh 10% thuế đầu vào mà có thể dao động từ 5%-10% tùy vào mặt hàng.
- Đối với phân Ure, mức thuế đầu vào và đầu ra chênh lệch khoản 5% trong khi phân NPK không có chênh lệch giữa VAT đầu vào và VAT đầu ra. Vì vậy, các doanh nghiệp sản xuất phân bón đơn như Ure như DCM, DPM dự kiến tiết kiệm được 3-4% tổng chi phí. Trong khi đó, doanh nghiệp sản xuất phân NPK như BFC khó tiết kiệm được chi phí.

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá tại ngày 15/01/2025	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A		2024E		2025F		Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	2024E	2025F	2024E	2025F
DPM	13.305	86.905	20,40	1,20	5,8%	36.800	34.000	8,2%	1.030	29.055	1.955	30.504	3.160	30.967	0,8%	-1,4%	43,6%	61,6%
DCM	17.788	97.300	14,22	1,80	14,3%	34.000	34.000	0,0%	1.797	18.768	2.260	19.431	2.807	20.564	8,7%	21,0%	8,1%	24,2%
BFC	2.089	26.387	7,22	1,72	25,5%	39.400	36.550	7,8%	2.334	18.767	6.404	26.458	6.101	26.064	1,5%	0,0%	146,7%	-4,6%
DDV	2.630	23.007	37,36	1,55	3,9%	N.R	18.000	n.a	472	11.649	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
DHB	2.423	114	n.a	3,96	n.a	N.R	8.900	n.a	3.153	2.247	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
LAS	2.110	18.242	11,39	1,46	14,7%	N.R	14.400	n.a	1.185	12.598	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 15/01/2025.
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2023
Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất
N.R: Không đánh giá
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu
LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 15/01/2025.

TÍCH LŨY: 8%

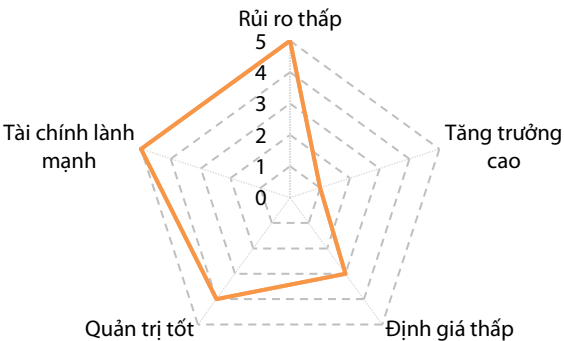
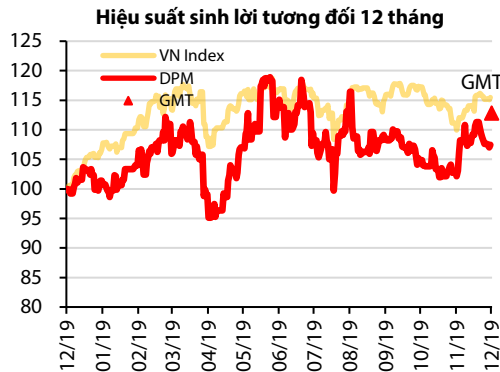
GTT: 34.000

GMT: 36.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	13.110
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	391
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	2.500
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	88
SH NĐTNN còn lại (%)	40,1
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	31.05 - 39.95

Doanh thu (tỷ đồng)	13.569	13.677	13.565
LNST CDM (tỷ đồng)	519	759	1.217
ROA (%)	3,9	5,5	8,8
ROE (%)	4,5	6,4	10,0
EPS (đồng)	1.328	1.941	3.112
GTSS (đồng)	29.515	30.490	31.012
Cổ tức tiền mặt (đồng)	7.000	2.000	2.500
P/E (x)	24,5	17,4	10,6
P/B (x)	1,1	1,1	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu khó tăng khi giá bán dự kiến giảm

- Giá bán phân bón Ure/NPK ước tính giảm nhẹ 3%/1% YoY trong khi sản lượng cải thiện nhẹ 1% YoY.
- Sản lượng cải thiện chủ yếu ở mảng phân NPK (+7% YoY, tương đương công suất tăng từ 75% lên 80%) nhờ thời tiết thuận lợi trong khi mảng Ure tương đương cùng kỳ.

Biên gộp cải thiện nhờ giá khí giảm nhanh hơn giá bán Ure và luật thuế VAT có hiệu lực

- Giá phân bón Ure giảm nhẹ 3% YoY trong khi giá khí đầu vào giảm 5% YoY nhờ giá dầu Brent trung bình đạt 73,4 USD/thùng (-9% YoY) và giá cước khí tương đương cùng kỳ với tỷ trọng khí tại bể Cửu Long/Bạch Hổ là 85%/15%.
- Luật VAT kỳ vọng có hiệu lực vào Q3/2024 kỳ vọng sẽ giúp tiết kiệm khoảng 214 tỷ giá vốn hàng bán cho năm nay và 400 tỷ đồng cho năm 2026-2028.

Lợi suất từ cổ tức bằng tiền mặt cao hơn lãi suất ngân hàng hiện nay

- Chúng tôi kỳ vọng với doanh nghiệp sẽ duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt hàng năm là 80%, tương đương cổ tức tiền mặt năm 2025/2026 lần lượt là 2.000/2.500 đồng/cp và lợi suất từ cổ tức là 5,4%/7%. Mức lợi suất từ cổ tức này cao hơn lãi suất tiết kiệm ngân hàng tại 5%/năm.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá khí và giá cước vận chuyển cao hơn dự phóng do áp lực từ PVN.

Bảng chỉ số tài chính của DPM

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	12.786	18.627	13.569	13.677	13.565	13.616
Ure	7.801	11.950	8.169	8.162	7.914	7.913
NPK	1.443	1.959	1.753	1.875	1.980	2.104
Trading	2.489	2.660	2.625	2.651	2.575	2.575
Khác	1.053	2.058	1.023	988	1.096	1.024
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	64,73%	45,68%	-27,15%	0,79%	-0,82%	0,37%
LNST CDM	350,90%	78,53%	-90,67%	46,16%	60,34%	19,34%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	37,43%	42,08%	12,17%	13,83%	18,46%	21,00%
Biên LN ròng	24,38%	29,88%	3,83%	5,55%	8,97%	10,67%
ROE	29,10%	39,70%	4,50%	6,37%	10,03%	11,68%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	6,47%	4,00%	0,00%	0,42%	0,00%	0,00%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và P/E trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của DPM ở mức 36.800 đ/cp.

Giá mục tiêu

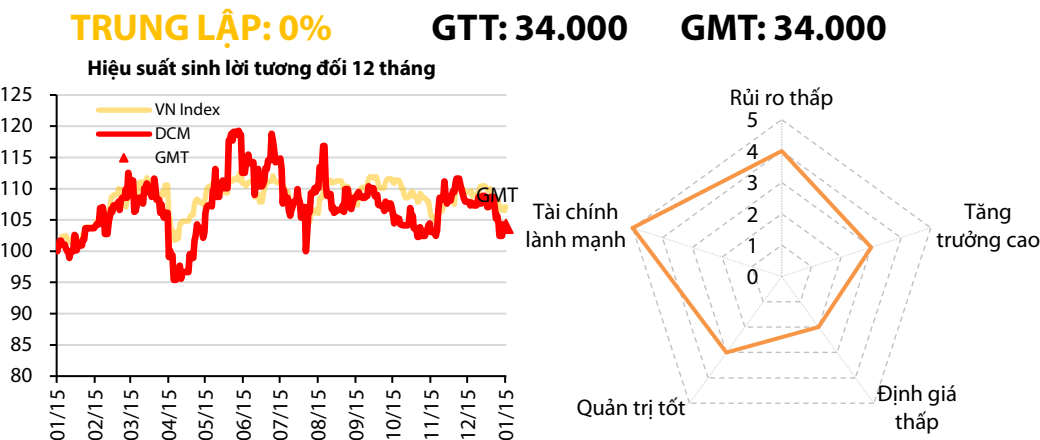
Phương pháp	Tỷ lệ	Đóng góp
FCFF	50%	21.200
P/E mục tiêu 10,x	50%	15.600
Giá mục tiêu (làm tròn)		36.800
P/E mục tiêu (2025)		11,8
Upside		+4,5%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Bảng định giá dài hạn bằng phương pháp FCFF

WACC	Exit EV/EBITDA					
		3	4	5	6	7
	9%	40.134	43.082	46.029	48.977	51.925
	11%	38.658	41.352	44.045	46.738	49.432
	13%	37.315	39.780	42.245	44.710	47.175
	15%	36.091	38.350	40.610	42.869	45.129
	17%	34.972	37.047	39.121	41.195	43.269

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.788
SLCPĐLH (triệu CP)	529
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	2.645
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	97
SH NĐTNN còn lại (%)	42,8
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	29.85 - 41.8

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	12.571	13.700	16.572
LNST CDM (tỷ đồng)	1.109	1.197	1.486
ROA (%)	7,3	7,8	9,1
ROE (%)	11,1	11,6	13,7
EPS (đồng)	2.095	2.260	2.807
GTSS (đồng)	18.820	19.431	20.564
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.000	2.200	2.000
P/E (x)	15,5	15,5	12,1
P/B (x)	1,7	1,8	1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tăng trưởng chủ nhờ mảng phân bón NPK

- Doanh thu mảng phân bón Ure không có nhiều biến động với ước tính sản lượng và giá bán tương đương cùng kỳ, trong khi đó, mảng NPK cải thiện mạnh mẽ nhờ sản lượng tiêu thụ ước tính 340 nghìn tấn (tương đương 52% công suất NPK) khi doanh nghiệp tăng cường quảng bá để tăng thị phần NPK một hạt khi thị phần NPK một hạt còn dư địa tăng trưởng.
 - Nhu cầu tiêu thụ phân NPK là 3,3 triệu tấn/năm trong đó loại phân NPK một hạt là 35% và 65% còn lại là phân NPK trộn 3 màu. Thị trường miền tây có 40% thị phần sử dụng đạm 1 hạt trong khi ở miền trung là 70-80% thị phần.

Lợi nhuận cải thiện nhờ giá khí giảm nhanh hơn giá bán Ure và luật thuế VAT hiệu lực từ Q3/2024

- Giá phân bón Ure tương đương cùng kỳ trong khi giá khí đầu vào giảm nhẹ 4% YoY (sau tỷ giá USD/VND tăng 3% YoY) nhờ giá dầu Brent trung bình đạt 73,4 USD/thùng (-9% YoY) và giá cước khí tương đương cùng kỳ với tỷ trọng khí tại bể Petronas/PVN là 50%/50%.
- Luật VAT kỳ vọng có hiệu lực trong Q3/2024 kỳ vọng sẽ giúp tiết kiệm khoảng 264 tỷ giá vốn hàng bán cho năm nay và khoảng 551 tỷ đồng cho năm 2026-2028.

Lợi suất từ cổ tức bằng tiền mặt cao hơn lãi suất ngân hàng hiện nay

- Chúng tôi kỳ vọng với doanh nghiệp sẽ duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt hàng năm là 100%, tương đương cổ tức tiền mặt năm 2025/2026 lần lượt là 2.200/3.300 đồng/cp và lợi suất từ cổ tức là 6,5%/8,2%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá khí và giá cước cao hơn do phải sử dụng nguồn khí có giá khí và giá cước cao.

Bảng chỉ số tài chính của DCM

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.870	15.925	12.571	13.700	16.572	17.225
Ure	7.062	11.946	7.932	7.464	7.464	7.464
NPK	391	1.253	1.676	2.183	4.711	5.364
Trading	1.638	1.972	2.167	3.231	3.576	3.576
Khác	779	754	796	821	821	821

Tăng trưởng YoY (%)

Doanh thu	30,53%	61,35%	-21,06%	8,98%	20,97%	3,94%
LNST CDM	175,84%	136,69%	-74,31%	7,97%	36,05%	24,56%

Khả năng sinh lời (%)

Biên LN gộp	28,18%	35,82%	16,16%	16,45%	18,71%	20,96%
Biên LN ròng	18,48%	27,10%	8,82%	8,74%	9,83%	11,78%
ROE	24,38%	40,70%	11,13%	11,64%	14,96%	18,40%

Cấu trúc tài chính (%)

Tổng vay/VCSH	9,25%	0,03%	8,52%	16,78%	19,25%	18,92%
---------------	-------	-------	-------	--------	--------	--------

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và P/E trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của DPM ở mức 35.000 đ/cp.

Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ lệ	Đóng góp
FCFF	50%	16.844
P/E mục tiêu 10x	50%	17.248
Giá mục tiêu (làm tròn)		34.000
P/E mục tiêu (2025)		11,4
Upside		4%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Bảng định giá dài hạn bằng phương pháp FCFF

WACC	Exit EV/EBITDA					
		2,87	3,87	4,87	5,87	6,87
	9%	32.318	35.226	38.134	41.041	43.949
	11%	30.911	33.568	36.225	38.882	41.539
	13%	29.633	32.065	34.496	36.928	39.360
	15%	28.469	30.698	32.927	35.156	37.385
	17%	27.408	29.454	31.500	33.547	35.593

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

TÍCH LŨY: +8%

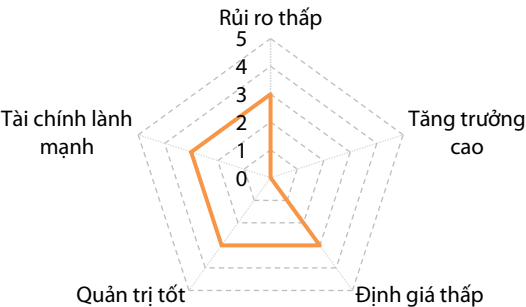
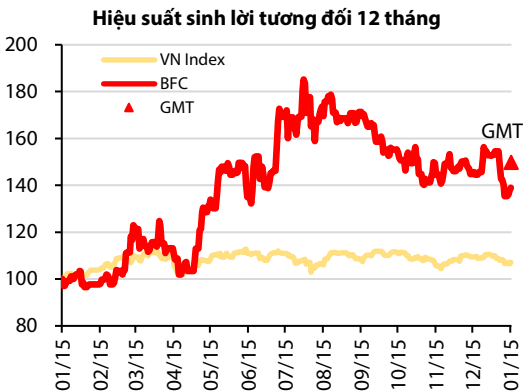
GTT: 36.550

GMT: 39.400

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A2024F2025F



Ngành	Hóa chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.035
SLCPĐLH (triệu CP)	57
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)	663
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	26
SH NĐTNN còn lại (%)	48,1
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	25 - 50.1

Doanh thu (tỷ đồng)	8.588	9.488	9.494
LNST CĐM(tỷ đồng)	148	366	362
ROA (%)	4	10	9
ROE (%)	12	24	23
EPS (đồng)	2.593	6.404	6.101
GTSS (đồng)	22.491	26.458	26.064
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.900	2.500	2.000
P/E (x)	9,5	6,3	5,8
P/B (x)	1,3	1,5	1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hoạt động kinh doanh kỳ vọng không có quá nhiều biến động

- Doanh thu năm 2025 không có nhiều biến động so với năm 2024 khi giá bán phân NPK ước tính giảm 1% YoY trong khi sản lượng tiêu thụ cải thiện 2% YoY lên 742 nghìn tấn (tương đương 70% công suất) nhờ thời tiết thuận lợi và tăng xuất khẩu vào thị trường Lào.
- Biên gộp cải thiện nhẹ nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm nhanh hơn giá bán. Giá phân Ure/DAP/Kali đầu vào giảm lần lượt 3%/2%/1% YoY trong khi giá bán NPK giảm 2% YoY.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng nhẹ từ 7,7% lên 8,1% do doanh nghiệp chi thêm chi phí quảng cáo tăng để đẩy sản lượng tiêu thụ nhiều hơn khi thị trường bão hòa.
- Luật thuế VAT không cải thiện nhiều đến giá vốn hàng bán của BFC do thuế VAT đầu vào và thuế VAT đầu ra của BFC như nhau.

Khoản nợ vay giảm dần kỳ vọng cải thiện lợi nhuận

- Khoản vay ngắn hạn đã giảm 26% kể từ cuối năm ngoái và dự kiến giảm dần khi doanh nghiệp không có kế hoạch đầu tư mới sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện lợi nhuận.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhu cầu tiêu thụ phân bón tại thị trường xuất khẩu của BFC giảm.

Bảng chỉ số tài chính của BFC

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.743	8.581	8.588	9.489	9.494	9.684
Sản lượng	729	510	580	728	742	757
Giá bán	11.010	17.316	15.214	13.182	12.918	12.918
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	42,90%	10,83%	0,08%	10,48%	0,06%	2,00%
LNST CDM	64,86%	-31,77%	-1,04%	147,34%	-1,16%	3,01%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	11,69%	10,35%	10,57%	14,09%	14,35%	14,34%
Biên LN ròng	2,84%	1,75%	1,73%	3,86%	3,82%	3,85%
ROE	16,12%	11,01%	11,53%	23,59%	23,69%	24,16%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	37,01%	48,38%	43,23%	37,11%	38,48%	39,30%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và P/E trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của BFC ở mức 39.400 đ/cp.

Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ lệ	Đóng góp
FCFF	50%	18.800
P/E mục tiêu 6,5X	50%	20.600
Giá mục tiêu (làm tròn)		39.400
P/E mục tiêu (2025)		6,2
Upside		+8%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Bảng định giá dài hạn bằng phương pháp FCFF

WACC	Exit EV/EBITDA					
		2,9	3,9	4,9x	5,9	6,9
	9%	30.843	38.251	45.659	53.066	60.474
	11%	27.850	34.619	41.388	48.157	54.926
	13%	25.137	31.333	37.528	43.724	49.919
	15%	22.673	28.353	34.032	39.711	45.390
	17%	20.431	25.645	30.859	36.073	41.287

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

