

Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP (DPM: HOSE)

Ngày báo cáo: 02/06/2025
 Ngành: PHÂN BÓN
 TPPT: Nguyễn Trần Phương Nga
 Email: ngantp@ssi.com.vn
 SĐT: +84-28 3824 2897 ext. 6731

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1 năm: **38.300 Đồng**
 Giá CP ngày 02/06/2025: 33.450 Đồng
 % Tăng giá: **+14,5%**

Giá trị vốn hóa (triệu USD): 522
 Giá trị vốn hóa (tỷ đồng): 13.305
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 391
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 2.401.264
 Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ): 37,2/27,9
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 81,1
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 8,1
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 59,58

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

DPM được thành lập vào ngày 28 tháng 3 năm 2003, hiện là một trong những nhà sản xuất phân bón trong nước lớn nhất Việt Nam, vốn điều lệ là 3.800 tỷ đồng (180 triệu USD). DPM sở hữu nhà máy urê với chi phí 397 triệu USD và công suất thiết kế là 800 nghìn tấn urê/năm. Ngoài sản xuất phân urê, DPM còn tham gia sản xuất điện và nhập khẩu phân bón cùng các hoạt động khác. Tuy nhiên, các hoạt động này chỉ đóng góp một tỷ lệ nhỏ vào lợi nhuận ròng và sản xuất phân bón vẫn là mảng đóng góp lớn nhất.

Phục hồi từ việc thay đổi luật thuế GTGT

Luận điểm đầu tư:

Q1/2025 ghi nhận giai đoạn hoạt động với nhiều thách thức, với lợi nhuận trước thuế (LNTT) giảm 22% svck, chủ yếu do biến động tỷ giá kém thuận lợi và sự phân bổ không đều chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) giữa các quý. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự sụt giảm này chỉ mang tính tạm thời và công ty sẽ ghi nhận lợi nhuận phục hồi đáng kể trong các quý tiếp theo.

Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ quay lại đà tăng trưởng từ Q2/2025, nhờ hai yếu tố hỗ trợ chính sau: (i) sự điều chỉnh của giá dầu toàn cầu, và (ii) việc áp dụng luật thuế giá trị gia tăng (GTGT) mới có hiệu lực từ tháng 7/2025, cho phép DPM khấu trừ thuế GTGT đối với chi phí khí đầu vào — một thay đổi trọng yếu có thể cải thiện đáng kể lợi nhuận.

Bảng cân đối kế toán lành mạnh của DPM, với lượng tiền mặt ròng tương đương với 55% vốn hóa thị trường hiện tại, mang lại một bộ đệm vững chắc trước các rủi ro tiềm ẩn. Điều này kết hợp với các yếu tố cơ bản đang được cải thiện cùng cố quan điểm tích cực của chúng tôi đối với cổ phiếu DPM.

Chúng tôi dự báo LNTT năm 2025 đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+83% svck). Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng dựa trên trung bình của các phương pháp PE/PB/ EV/EBITDA là **38.300 đồng/cổ phiếu**, tương đương với lợi suất đầu tư 21%, bao gồm tỷ suất cổ tức 6,4%. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu DPM.

Triển vọng ngắn hạn:

Lợi nhuận dự kiến phục hồi từ Q2/2025 nhờ mức giá dầu thấp, và sẽ tăng trưởng mạnh vào cuối năm khi luật thuế GTGT có hiệu lực từ tháng 7/2025. Việc phát hành cổ phiếu thưởng dự kiến diễn ra trong Q4/2025 sẽ tiếp tục hỗ trợ đà tăng giá cổ phiếu.

Triển vọng dài hạn:

Do DPM không có kế hoạch mở rộng công suất lớn, lợi nhuận của công ty dự kiến sẽ tiếp tục biến động theo giá urê.

	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	18.627	13.569	13.496	14.181
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	5.606	543	554	1.016
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	76,8%	-90,3%	2,1%	83,4%
EPS (VND)	13.667	1.062	1.025	2.267
ROE (%)	45,3%	4,2%	4,9%	9,0%
Ng/VCSH	0,05	0,00	0,31	0,31
Tỷ suất cổ tức (%)	16%	6%	4%	6%
P/E (x)	3,1	31,3	34,1	14,9
P/B (x)	1,2	1,1	1,2	1,2
EV/EBITDA (x)	1,2	5,6	6,0	2,9

Nguồn: DPM, SSI Research

Cập nhật KQKD Q1/2025

Tỷ đồng	1Q25	1Q24	YoY	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
					1Q25	1Q24	4Q24	2024
Doanh thu thuần	4.120,1	3.307,5	24,6%	32,0%				
Lợi nhuận gộp	654,9	601,8	8,8%		15,9%	18,2%	12,4%	14,1%
Lợi nhuận hoạt động	275,4	313,0	-12,0%		6,7%	9,5%	-3,2%	2,8%
EBIT	278,0	323,9	-14,2%		6,7%	9,8%	0,7%	5,3%
EBITDA	374,4	421,8	-11,2%		9,1%	12,8%	3,8%	8,2%
Lợi nhuận trước thuế	252,7	323,8	-22,0%	61,6%	6,1%	9,8%	-0,1%	5,0%
Lợi nhuận ròng	210,9	267,8	-21,2%		5,1%	8,1%	-0,5%	4,1%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	204,9	264,2	-22,4%		5,0%	8,0%	-0,6%	4,0%

Nguồn: DPM, SSI Research

DPM ghi nhận doanh thu tăng trưởng mạnh trong Q1/2025, đạt 4,1 nghìn tỷ đồng (+25% svck). Mức tăng trưởng này chủ yếu đến từ doanh thu phân bón thương mại phục hồi mạnh mẽ (+217% svck) và sản lượng tiêu thụ NPK tăng mạnh (+57% svck). Tuy nhiên, doanh thu từ urê chỉ tăng nhẹ 4% svck.

- **Ure: phục hồi khiêm tốn:** Doanh thu urê tăng 4% svck, nhờ giá bán bình quân tăng 7% lên 10.450 đồng/kg, phù hợp với đà phục hồi của kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ giảm xuống còn 239 nghìn tấn (-3% svck). Ban lãnh đạo đã chủ động lên kế hoạch bảo dưỡng trong vòng 45 ngày trong Q4/2025, dự kiến sẽ ảnh hưởng đến sản lượng ure. Để giảm thiểu tác động, DPM đang chủ động giảm sản lượng bán ra trong ba quý đầu năm nhằm tích trữ hàng tồn kho phục vụ giao hàng cuối năm.
- **NPK: chiến lược tăng trưởng nhờ sản lượng:** Doanh thu NPK tăng 47% svck, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 57% lên 39 nghìn tấn. Giá bán bình quân giảm 6% svck xuống còn 10.900 đồng/kg, cho thấy chiến lược giá cạnh tranh để gia tăng thị phần, từ đó giúp DPM củng cố vị thế trên thị trường cạnh tranh.
- **Phân bón thương mại: phục hồi mạnh mẽ:** Doanh thu tăng mạnh 217% svck, phục hồi từ mức nền thấp trong Q1/2024 khi DPM thu hẹp hoạt động thương mại do điều kiện thị trường kém thuận lợi. Sự phục hồi về sản lượng phân bón thương mại mặc dù đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu, nhưng cũng gây áp lực lên biên lợi nhuận.

Biên lợi nhuận gộp giảm xuống còn 15,9% trong Q1/2025 từ 18,2% trong Q1/2024. Mặc dù giá bán urê tăng nhưng chi phí khí đầu vào cao (do biến động tỷ giá USD/VND kém thuận lợi) và tỷ trọng doanh thu cao hơn từ phân bón thương mại, vốn có biên lợi nhuận thấp hơn, đã làm giảm biên lợi nhuận. Ngoài ra, chi phí SG&A phân bổ không đều cũng gây áp lực lên lợi nhuận. Do đó, LNTT giảm xuống còn 253 tỷ đồng (-22% svck).

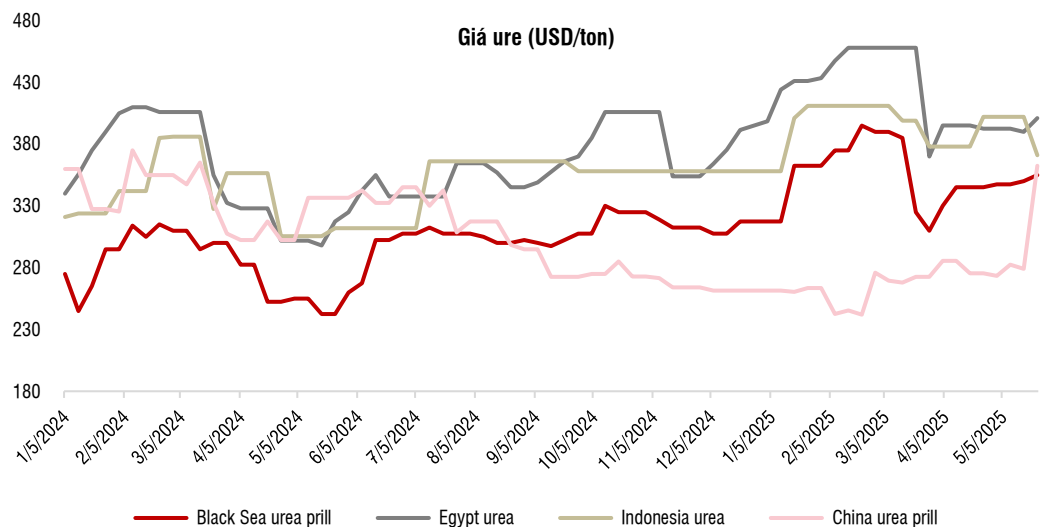
Triển vọng lợi nhuận: Hưởng lợi từ thay đổi luật thuế GTGT

Trong năm 2024, lợi nhuận hoạt động của DPM tăng 26% svck, nhờ giá urê phục hồi và giảm lỗ từ mảng phân bón thương mại nhờ giải phóng hàng tồn kho có chi phí cao. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng tăng có phần khiêm tốn (+2% svck) do thu nhập tài chính giảm 21% svck, chiếm 45% LNTT năm 2024.

Trong khi KQKD Q1/2025 kém ấn tượng, chúng tôi cho rằng triển vọng nửa cuối năm 2025 sẽ dần tích cực hơn. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận hoạt động sẽ tăng, với động lực tăng trưởng đến từ:

- **Tiềm năng tăng giá bán urê:** Giá khí tự nhiên tại châu Âu đã tăng lên 42 EUR/MWh trong 5 tháng đầu năm 2025 (+48% svck), do nguồn cung từ Nga giảm và gia tăng sự phụ thuộc vào LNG – vốn đắt hơn khí đốt của Nga nếu tính cả chi phí vận chuyển và tái hóa khí. Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) dự báo nhập khẩu LNG của châu Âu sẽ tăng 25% trong năm 2025. Điều này có khả năng đẩy chi phí nguyên liệu toàn cầu tăng, từ đó hỗ trợ giá urê. Chúng tôi dự báo giá bán urê bình quân của DPM sẽ tăng 8% svck, đạt 10.400 đồng/kg trong năm 2025.

Biểu đồ 1: Xu hướng giá bán ure theo tháng, từ T1/2024 - nay



Nguồn: Bloomberg

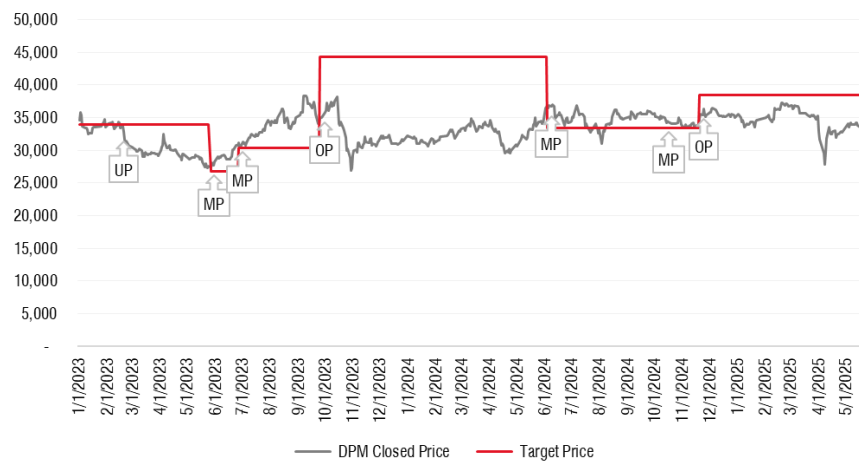
- **Chi phí khí đầu vào thuận lợi:** Chi phí khí đầu vào tính theo USD được xác định theo công thức: “46% x giá dầu FO + thuế phí”. Với xu hướng giá dầu FO gần đây ở mức thấp (giá trung bình 5 tháng đầu năm 2025 là 458 USD/tấn, -4% svck), chúng tôi giả định giá dầu FO năm 2025 đạt 430 USD/tấn (-9% svck). Trong khi đó, Ban lãnh đạo dự kiến thuế phí năm 2025 sẽ đi ngang. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí khí đầu vào năm 2025 sẽ ở mức 10,4 USD/mmBtu (-5% svck).
- **Thay đổi luật thuế GTGT là yếu tố thay đổi cục diện:** Luật thuế GTGT mới, có hiệu lực từ tháng 7/2025, sẽ cho phép DPM khấu trừ thuế GTGT đối với chi phí khí đầu vào. Điều này dự kiến sẽ giúp tiết kiệm chi phí khoảng 200 tỷ đồng (tương đương 30% LNTT năm 2024) và tạo động lực tăng trưởng cho biên lợi nhuận.

Dựa trên các giả định trên, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của DPM sẽ tăng mạnh lên 1 nghìn tỷ đồng (+83% svck) trong năm 2025. Đáng chú ý, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng giai đoạn Q2/2025 – Q4/2025 sẽ tăng 181% svck, phản ánh tác động tích cực từ chi phí khí đầu vào thấp và tiết kiệm chi phí nhờ luật thuế GTGT mới. Rủi ro chính đối với khuyến nghị là khả năng giá urê phục hồi yếu hơn kỳ vọng.

	2024	2025F	2025F YoY
Giá FO (USD/tấn)	470	430	-9%
Chi phí khí đầu vào (USD/mmbtu)	10.9	10,4	-5%
Doanh thu ure	8.667	8.944	3%
Sản lượng tiêu thụ ure (nghìn tấn)	899	860	-4%
Giá bán bình quân ure (VND/kg)	9.644	10.400	8%
Doanh thu NPK	1.733	2.275	31%
Sản lượng tiêu thụ NPK (nghìn tấn)	147	175	19%
Giá bán bình quân NPK (VND/kg)	11.779	13.000	10%
Doanh thu NH3	643	805	25%
Sản lượng tiêu thụ NH3 (nghìn tấn)	65	70	7%
Giá bán bình quân NH3 (VND/kg)	9.843	11.500	17%
Doanh thu phân bón thương mại (tỷ đồng)	1.908	2.144	12%
Doanh thu (tỷ đồng)	13.496	14.181	5%
Biên lợi nhuận gộp	14,1%	18,1%	
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	554	1.016	83%

Nguồn: DPM, SSI forecasts

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F
Bảng cân đối kế toán			
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.242	1.005	2.205
+ Đầu tư ngắn hạn	5.385	9.464	9.464
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	642	653	213
+ Hàng tồn kho	1.911	1.731	1.590
+ Tài sản ngắn hạn khác	385	367	472
Tổng tài sản ngắn hạn	9.565	13.220	13.944
+ Các khoản phải thu dài hạn	1	1	0
+ GTCL Tài sản cố định	2.988	2.711	2.291
+ Bất động sản đầu tư	190	181	174
+ Tài sản dài hạn dở dang	261	89	89
+ Đầu tư dài hạn	33	34	34
+ Tài sản dài hạn khác	270	316	202
Tổng tài sản dài hạn	3.744	3.333	2.791
Tổng tài sản	13.309	16.552	16.735
+ Nợ ngắn hạn	1.484	5.199	5.293
Trong đó: vay ngắn hạn	0	3.422	3.482
+ Nợ dài hạn	280	174	159
Trong đó: vay dài hạn	0	0	0
Tổng nợ phải trả	1.764	5.372	5.452
+ Vốn góp	3.914	3.914	3.914
+ Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.838	2.470	2.544
+ Quỹ khác	4.772	4.774	4.805
Vốn chủ sở hữu	11.545	11.180	11.283
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	13.309	16.552	16.735
Lưu chuyển tiền tệ			
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	945	948	1.954
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	1.676	-3.808	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-3.463	2.621	-754
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-842	-240	1.200
Tiền đầu kỳ	2.084	1.242	1.005
Tiền cuối kỳ	1.242	1.005	2.205
Các hệ số khả năng thanh toán			
Hệ số thanh toán hiện hành	6,44	2,54	2,63
Hệ số thanh toán nhanh	4,90	2,14	2,24
Hệ số thanh toán tiền mặt	4,46	2,01	2,20
Nợ ròng / EBITDA	-1,14	0,53	1,07
Khả năng thanh toán lãi vay	14,65	14,99	18,58
Ngày phải thu	9,0	9,6	7,2
Ngày phải trả	25,1	23,0	23,6
Ngày tồn kho	88,5	57,3	52,2
Cơ cấu vốn			
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,87	0,68	0,67
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,13	0,32	0,33
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,15	0,48	0,48
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,00	0,31	0,31
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,00	0,31	0,31

Nguồn: DPM, SSI dự báo

Tỷ đồng	2023	2024	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh			
Doanh thu thuần	13.569	13.496	14.181
Giá vốn hàng bán	-11.917	-11.598	-11.608
Lợi nhuận gộp	1.652	1.898	2.573
Doanh thu hoạt động tài chính	458	369	348
Chi phí tài chính	-71	-65	-87
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0
Chi phí bán hàng	-848	-837	-879
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-502	-703	-737
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	690	665	1.220
Thu nhập khác	1	4	5
Lợi nhuận trước thuế	691	669	1.224
Lợi nhuận ròng	543	554	1.016
Lợi nhuận chia cho cổ đông	533	538	986
Lợi ích của cổ đông thiểu số	10	17	30
Chỉ số tài chính			
EPS cơ bản (VND)	1.062	1.025	2.267
Giá trị sổ sách (VND)	29.055	28.115	28.298
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.000	1.500	2.080
EBIT	742	717	1.294
EBITDA	1.145	1.111	1.721
Tăng trưởng			
Doanh thu	-27,2%	-0,5%	5,1%
EBITDA	-84,2%	-3,0%	54,9%
EBIT	-88,9%	-3,3%	80,4%
Lợi nhuận ròng	-90,3%	2,1%	83,4%
Vốn chủ sở hữu	-17,6%	-3,2%	0,9%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-24,8%	24,4%	1,1%
Định giá			
P/E	31,3	34,1	14,9
P/B	1,1	1,2	1,2
Giá/Doanh thu	1,0	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức	6,0%	4,3%	6,2%
EV/EBITDA	5,6	6,0	2,9
EV/Doanh thu	0,5	0,5	0,4
Các hệ số khả năng sinh lời			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,2%	14,1%	18,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	2,2%	2,8%	6,8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	4,0%	4,1%	7,2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	6,3%	6,2%	6,2%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,7%	5,2%	5,2%
ROE	4,2%	4,9%	9,0%
ROA	3,5%	3,7%	6,1%
ROIC	4,4%	4,5%	7,3%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

Phân tích Ngành Phân bón

Nguyễn Trần Phương Nga

Trưởng phòng phân tích

ngantp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6731

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702