COMPANY REPORT

Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM)

Tiềm năng hồi phục nhờ giá ure cải thiện

29/02/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu
hieupm@kbsec.com.vn

KQKD năm 2023 suy giảm mạnh từ mức nền cao năm ngoái

Doanh thu 2023 của DPM giảm mạnh 27% yoy do giá bán các loại phân giảm sâu từ mức nền cao năm 2022 trong khi sản lượng bán hàng không hồi phục đủ để bù đắp. Trong 2023, DPM cũng bị ảnh hưởng nặng nề bởi vấn đề thiếu hụt nguồn cung khí đầu vào, khiến giá khí nguyên liệu đầu vào tăng vọt, góp phần làm lợi nhuận gộp giảm sâu 79% yoy. Điểm sáng lớn nhất trong hoạt động của DPM là việc công ty đã trả hết gốc nợ vay ngắn và dài hạn, khiến chi phí tài chính giảm 16.5% yoy.

Nhu cầu trồng trọt toàn cầu tăng trưởng sẽ hỗ trợ triển vọng tiêu thụ phân bón trong năm 2024

Giá lúa gạo, lúa mì và ngô trong năm 2023 vẫn duy trì ở mức cao so với trung bình 10 năm. Nguồn cung của các sản phẩm trên đang ở trong trạng thái thắt chặt nếu so sánh tương quan với nhu cầu tiêu thụ toàn cầu trong 7 năm trở lại đây. Do vậy, chúng tôi cho rằng các quốc gia sẽ có động lực để gia tăng sản lượng nông sản, từ đó đẩy mạnh nhu cầu tiêu thụ và hỗ trợ giá phân ure.

Kỳ vọng chi phí khí đầu vào thuận lợi hơn khi El Nino có dấu hiệu yếu đi

Chúng tôi kỳ vọng El Nino sẽ đạt đỉnh trong 1Q2024, sau đó yếu dần và chuyển sang các pha trung tính và La Nina trong phần lại của năm. Do đó, chúng tôi cho rằng hiện tượng tranh chấp nguồn khí đầu vào giữa các doanh nghiệp điện khí và đạm sẽ bớt nghiêm trọng hơn so với năm 2023. Chúng tôi dự báo chi phí khí thiên nhiên đầu vào cho DPM có thể giảm nhẹ khoảng 3% yoy trong cả năm 2024.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 41,800 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) để đưa ra khuyến nghị MUA cho DPM với mức giá mục tiêu là 41,800 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với mức sinh lời 20.3% so với giá đóng cửa 34,750 VNĐ/cổ phiếu ngày 29/02/2024. Lợi suất cổ tức kỳ vọng đạt 5.8%.

MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	41,800 VND
Tăng/giảm (%)	20.3%
Giá hiện tại (29/02/2024)	34,750 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	32,600 VND
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	13,403/559

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	36.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	59.5/2.5
Sở hữu nước ngoài (%)	9.0%
Cổ đông lớn	Petrovietnam (59.6%)

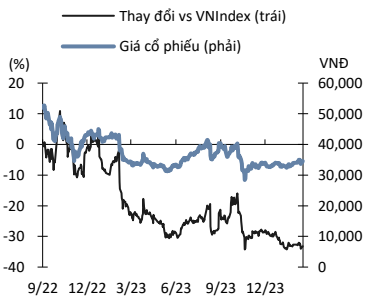
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	4.7	4.4	-3.8	-1.7
Tương đối	0.6	-6.5	-6.5	-18.0

Dự phóng KQKD & định giá

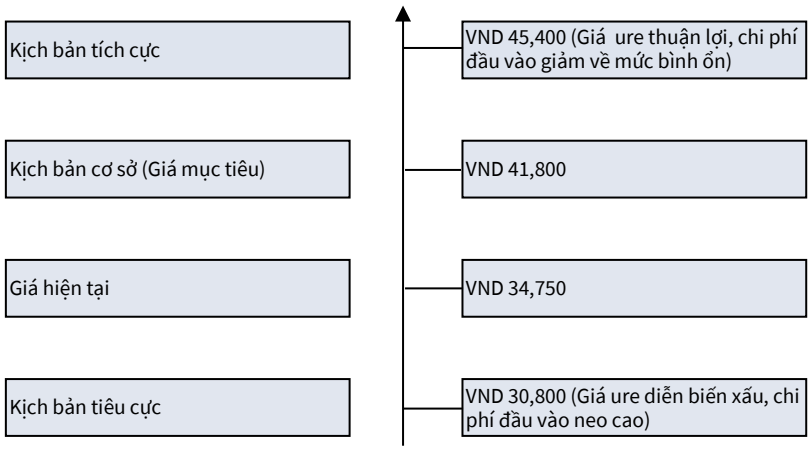
FY - end	2022A	2023	2024F	2025FA
Doanh số thuần (tỷ VND)	18,627	13,569	14,209	13,617
Lãi/lỗ từ HĐKD	6,304	302	1,166	972
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VND)	5,565	533	1,229	1,062
EPS (VND)	13,897	1,063	2,501	2,161
Tăng trưởng EPS (%)	79.3	-92.4	135.0	-14.0
P/E (x)	2.5	32.2	13.7	15.9
P/B (x)	1.0	1.3	1.2	1.2
ROE (%)	39.8	4.7	10.6	9.1
Tỷ suất cổ tức (%)	14.7	20.4	5.8	5.8

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở:
1) Trung Quốc duy trì giới hạn xuất khẩu
(Giá bán ure tăng 5% yoy)
2) El Nino suy yếu
(Giá khí đầu vào giảm 3% yoy)
Kịch bản tích cực:
1) Nhu cầu hồi phục mạnh do thời tiết tốt
(Giá bán ure tăng 8.7% yoy)
2) Pha La Nina đến sớm
(Giá khí đầu vào giảm 4% yoy)
Kịch bản tiêu cực:
1) Trung Quốc nới hạn chế xuất khẩu
(Giá bán ure giảm 8.5% yoy)
2) Tình hình thiếu khí vẫn căng thẳng
(Giá khí đầu vào ngang với mức 2023)

Nguồn: KBSV

Hoạt động kinh doanh năm 2023

KQKD năm 2023 suy giảm mạnh từ mức nền cao năm ngoái

Doanh thu 2023 của DPM giảm mạnh 27% yoy do giá bán các loại phân giảm sâu từ mức nền cao năm 2022 trong khi sản lượng bán hàng không hồi phục đủ để bù đắp. Trong 2023, DPM cũng bị ảnh hưởng nặng nề bởi vấn đề thiếu hụt nguồn cung khí đầu vào, khiến giá khí nguyên liệu đầu vào tăng vọt, góp phần làm lợi nhuận gộp giảm sâu 79% yoy. Điểm sáng lớn nhất trong hoạt động năm 2023 của DPM là việc công ty đã trả hết gốc nợ vay ngắn và dài hạn, giúp chi phí tài chính giảm 16.5% yoy.

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(Tỷ VNĐ)	2022	2023	YoY %	Chú thích
Doanh thu	**18,627**	**13,569**	**-27%**	**Chủ yếu do giá bán các loại phân giảm sâu so với mức nền cao cùng kỳ trong khi sản lượng hồi phục không đủ để bù đắp**
Lợi nhuận gộp	**7,838**	**1,652**	**-79%**	
Biên lợi nhuận gộp (%)	**42.1%**	**12.2%**		**Do giá bán giảm sâu so với cùng kỳ và giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh**
Chi phí SG&A	-1,534	-1,350	-12.0%	
LN từ HĐKD	6,304	302	-95.2%	
Thu nhập tài chính	365	458	25.5%	Số dư tiền mặt lớn tích lũy từ 2022
Chi phí tài chính	-85	-71	-16.5%	DPM đã trả hết nợ vay ngắn và dài hạn từ cuối năm 2023
Thu nhập khác (ròng)	19	1	-94.7%	
LN trước thuế	**6,606**	**691**	**-89.5%**	
LN sau thuế	**5,585**	**543**	**-90.3%**	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	101	83	-17.7%	
Giá khí đầu vào (USD/mmBTU)	8.8	10.5	19.3%	Hiện tượng El Nino cộng với các vấn đề trong khâu huy động nguồn điện đã khiến PVN phải ưu tiên phân bổ khí cho các nhà máy điện. DPM gần như không được phân bổ khí từ các mỏ giá rẻ như Bạch Hổ, Nam Côn Sơn mà phải nhận toàn bộ từ bể khí giá đắt là Cửu Long.
Giá bán ure DPM (VND/kg)	15.5	10.0	-35.5%	Giá ure thế giới giảm mạnh chủ yếu do phải xử lý lượng tồn kho từ năm 2022
Giá bán NPK DPM (VND/kg)	15.5	12.4	-20.0%	Do giá các loại phân bón trên thế giới nhìn chung giảm và cạnh tranh khốc liệt với các đối thủ nội địa và nhập khẩu giá rẻ
Sản lượng bán ure (nghìn tấn)	794	879	10.7%	Hồi phục sức mua do giá về mức hợp lý nhưng bị ảnh hưởng bởi đợt bảo dưỡng lớn trong 1Q2023
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	129	138	7.0%	

Nguồn: DPM, KBSV

Luận điểm đầu tư

1. Nhu cầu ure toàn cầu có thể cải thiện trong năm 2024

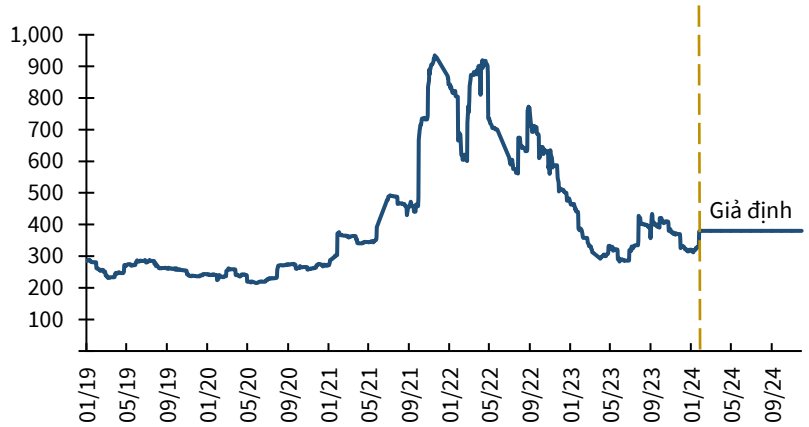
Tổng quan diễn biến giá ure Trung Đông giai đoạn 2022-2023

Giá ure Trung Đông giảm mạnh 48% yoy từ mức nền cao năm 2022 xuống mức trung bình 358 USD/tấn trong năm 2023. Giá ure giảm mạnh trong nửa đầu năm 2023 chủ yếu do giá ure neo ở mức quá cao trong năm 2022 khiến nhu cầu tiêu thụ giảm sâu và sản lượng gia tăng tại khu vực châu Âu do giá khí thiên nhiên đầu vào giảm mạnh. Thị trường chỉ hồi phục từ giữa năm 2023 khi hàng loạt chính sách hạn chế xuất khẩu được đưa ra bởi Nga, Trung Quốc và Ai Cập trong khi Ấn Độ đẩy mạnh thu mua ure để đảm bảo an ninh lương thực nội địa trong giai đoạn El Nino. Tuy nhiên, thị trường nhanh chóng rơi vào trạng thái trầm lắng trong 4Q2023 do Brazil mất mùa trong khi Ấn Độ đã đảm bảo đủ nguồn cung ure cho vụ Đông.

Kỳ vọng giá ure Trung Đông tăng trong năm 2024 từ mức nền thấp

Cho năm 2024, chúng tôi giả định giá ure hạt đục Trung Đông tăng trưởng khoảng 6.1% yoy từ mức nền thấp và đạt 380 USD/tấn nhờ nhu cầu tiêu thụ dự báo hồi phục trong khi tình trạng dư thừa nguồn cung có thể cải thiện nhẹ.

Biểu đồ 2. Diễn biến giá ure Trung Đông và giả định cho năm 2024 (USD/tấn)

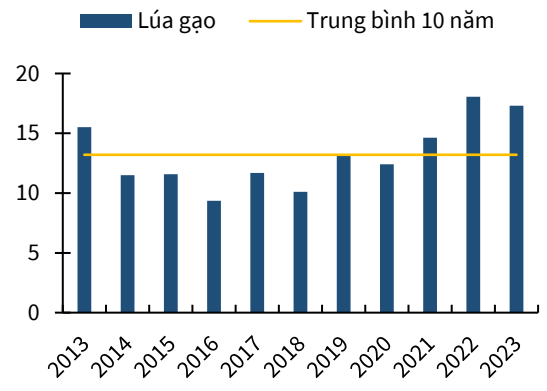


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nhu cầu trồng trọt toàn cầu tăng trưởng sẽ hỗ trợ triển vọng tiêu thụ phân bón trong năm 2024

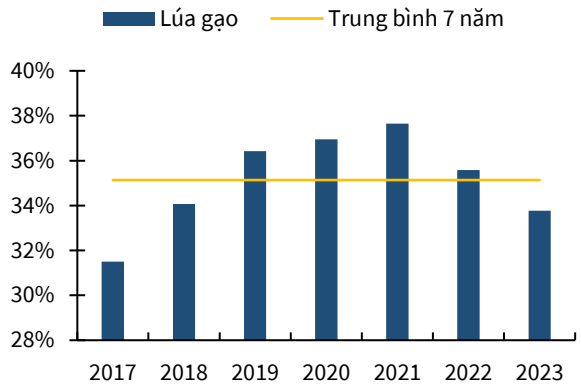
Chúng tôi nhận thấy các yếu tố như bất ổn địa chính trị, điều kiện thời tiết cực đoan trong khi nhu cầu tiêu thụ toàn cầu tăng trưởng ổn định đã khiến giá của các mặt hàng nông sản chủ đạo gồm lúa gạo, lúa mì và ngô trong năm 2023 vẫn duy trì ở mức cao so với trung bình 10 năm. Bên cạnh đó, tỷ lệ tồn kho/tiêu thụ cho các mặt hàng trên cũng đang duy trì thấp hơn mức trung bình 7 năm, nghĩa là nguồn cung lúa gạo, lúa mì và ngô đang ở trong trạng thái thắt chặt nếu so sánh tương quan với nhu cầu tiêu thụ toàn cầu. Chúng tôi cho rằng giá cả neo ở mức cao và nguồn cung thắt chặt sẽ tạo động lực cho các nước gia tăng sản lượng nông sản. U.S. Department of Agriculture (USDA) dự báo tổng sản lượng nông sản toàn cầu sẽ tăng trưởng khoảng 2.22% yoy, giúp nhu cầu tiêu thụ phân bón trên thế giới gia tăng.

Biểu đồ 3. Giá lúa gạo so với mức trung bình 10 năm (USD/giạ)



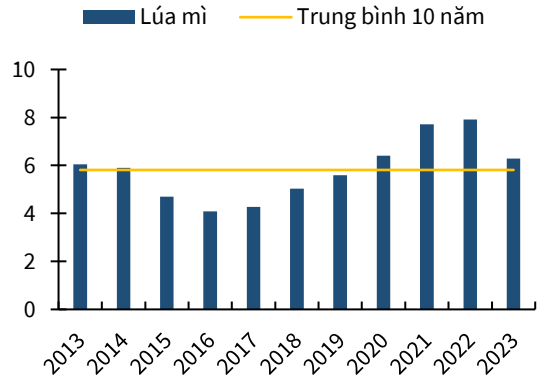
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tỷ lệ tồn kho/tiêu thụ của lúa gạo so với mức trung bình 7 năm (%)



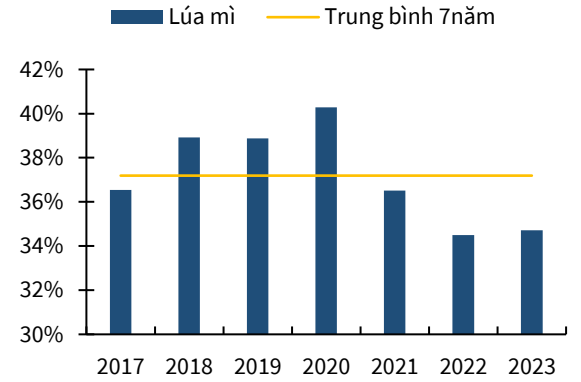
Nguồn: Bloomberg, USDA, KBSV

Biểu đồ 5. Giá lúa mì so với mức trung bình 10 năm (USD/giạ)



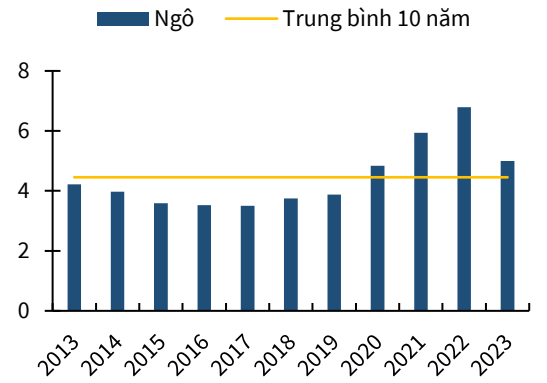
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Tỷ lệ tồn kho/tiêu thụ của lúa mì so với mức trung bình 7 năm (%)



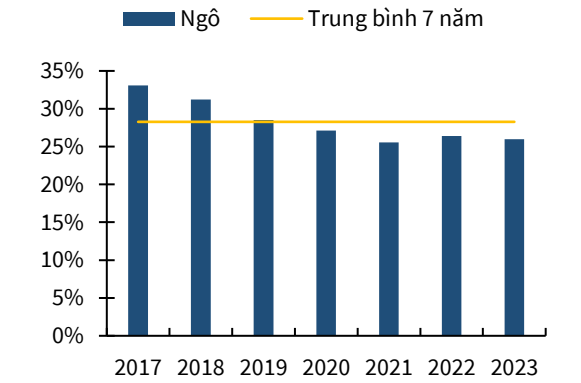
Nguồn: Bloomberg, USDA, KBSV

Biểu đồ 7. Giá ngô so với mức trung bình 10 năm (USD/giạ)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 8. Tỷ lệ tồn kho/tiêu thụ của ngô so với mức trung bình 7 năm (%)

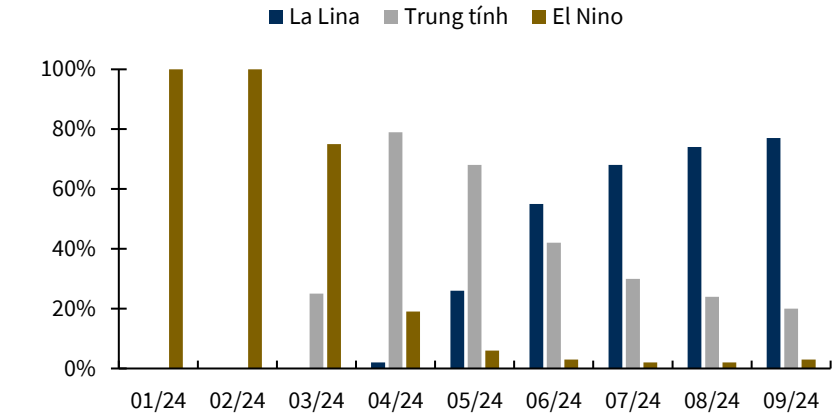


Nguồn: Bloomberg, USDA, KBSV

Hiện tượng El Nino yếu đi từ 2Q2024 có thể giúp nhu cầu tiêu thụ phân bón tại khu vực châu Á hồi phục

Theo tổ chức dự báo International Research Institute for Climate and Society (IRI), hiện tượng El Nino có thể sẽ suy yếu dần sau 1Q2024, sau đó sẽ dần chuyển sang giai đoạn trung tính và có xác suất cao sẽ chuyển sang giai đoạn La Nina giữa tháng 7 và tháng 9 năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ ure châu Á sẽ bắt đầu hồi phục rõ nét kể từ 2Q2024 nhờ thời tiết thuận lợi cho việc gieo trồng hơn.

Biểu đồ 9. Dự báo xác suất xảy ra các pha thời tiết trong 9 tháng đầu năm 2024 (%)



Nguồn: IRI, KBSV

Kỳ vọng thị trường giao dịch phân bón ure sẽ sôi động hơn từ mùa cao điểm đầu 2Q2024

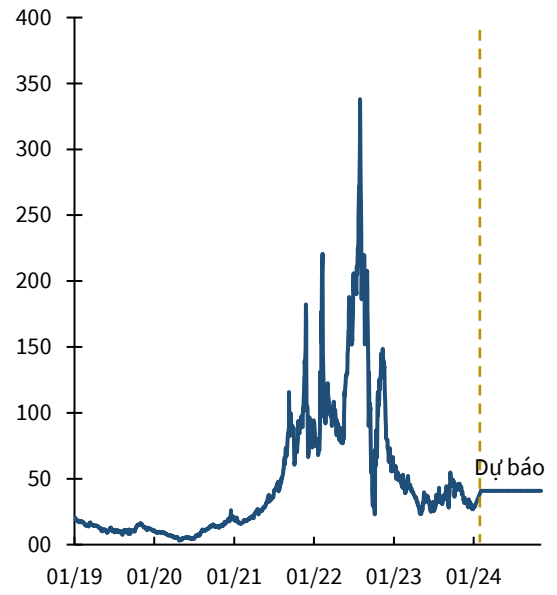
Sau một năm 2023 trầm lắng do vấn đề tồn kho tăng cao, chúng tôi kỳ vọng thị trường giao dịch phân ure sẽ sôi động hơn từ 2Q2024 khi các nhà tiêu thụ lớn gồm Trung Quốc, Ấn Độ, Mỹ, Brazil và Châu Âu đồng loạt quay trở lại đấu thầu để đảm bảo nguồn cung phân bón cho giai đoạn cao điểm gieo hạt vụ Hè -Thu sắp tới.

2. Kỳ vọng tình trạng dư thừa nguồn cung ure được cải thiện nhẹ trong 2024

Giá khí thiên nhiên kỳ vọng duy trì ở mức cao trong năm 2024, làm giảm áp lực dư thừa nguồn cung

International Energy Agency (IEA) dự báo nhu cầu tiêu thụ khí thiên nhiên toàn cầu năm 2024 có thể tăng trưởng 2.5% yoy do mùa đông kỳ vọng lạnh hơn đáng kể so với năm 2023 ấm bất thường và tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện từ khu vực châu Á, Bắc Mỹ và Trung Đông. IEA cũng hạ dự báo nguồn cung khí thiên nhiên năm 2024 do tiến độ hoàn thành của các nhà máy LNG mới vẫn chậm trễ trong khi các nhà máy hiện có đang phải đối mặt với tình trạng suy giảm nguồn khí đầu vào. US Energy Information Administration (EIA) dự báo giá khí thiên nhiên Mỹ tăng khoảng 4.3% yoy trong năm 2024 với các luận điểm tương tự IEA. Việc giá khí thiên nhiên đầu vào neo cao sẽ khiến các nhà sản xuất ure (đặc biệt tại khu vực châu Âu) phải giới hạn công suất do biên lợi nhuận suy giảm, qua đó giảm thiểu tình trạng dư thừa nguồn cung toàn cầu. Theo kịch bản cơ sở của Green Markets (Bloomberg), hiệu suất tiêu thụ ure toàn cầu sẽ tăng trưởng nhẹ từ 76.9% trong năm 2023 lên mức 77.2% trong năm 2024 do tổng công suất tối đa chỉ tăng trưởng 1.8% yoy trong khi nhu cầu tiêu thụ kỳ vọng tăng 2.1% yoy.

Biểu đồ 10. Diễn biến giá khí thiên nhiên khu vực châu Âu và dự báo cho năm 2024 (EUR/KWh)



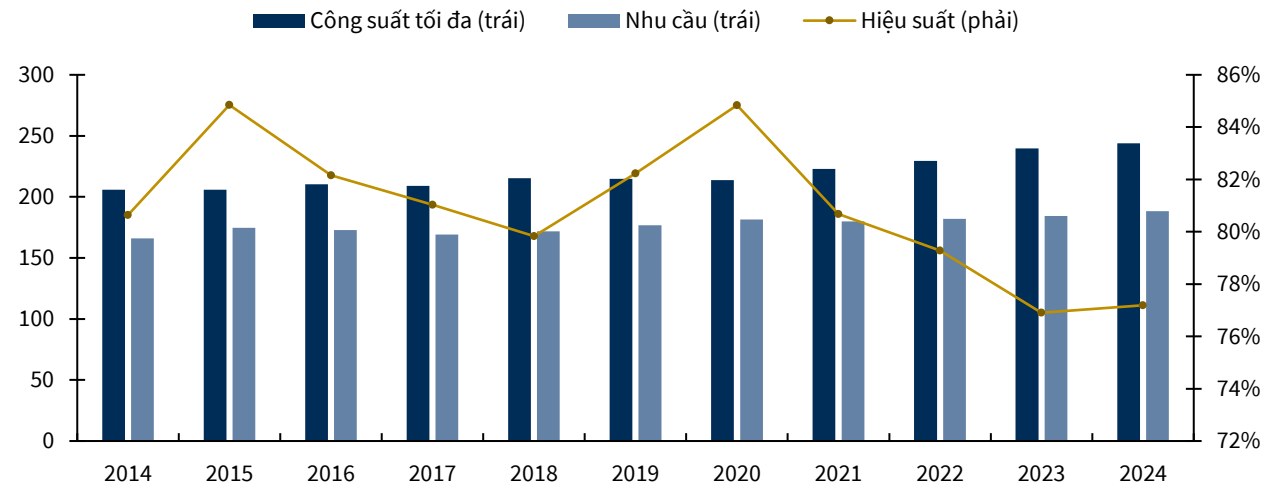
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 11. Dự báo giá khí thiên nhiên TTF tại thị trường châu Âu năm 2024 (EUR/KWh)

Tổ chức	Ngày dự báo	2024
BMI, Fitch Solutions	14/02/2024	40.00
JPMorgan Chase & Co	02/02/2024	35.00
HSBC Holdings PLC	01/02/2024	40.92
Goldman Sachs Group Inc	01/02/2024	42.00
Citigroup Inc	31/01/2024	49.45
Rabobank	31/01/2024	35.13
Natixis SA	19/01/2024	29.50
Berenberg	18/01/2024	40.80
ING Groep NV	12/01/2024	35.00
Panmure Gordon & Co PLC	11/01/2024	36.00
BNP Paribas SA	10/01/2024	43.67
MUFG Bank	04/01/2024	43.50
MPS Capital Services	04/01/2024	41.00
Trung vị		**40.86**

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 12. Dự báo cung, cầu, và hiệu suất tiêu thụ của các nhà sản xuất ure năm 2024 (trái - triệu tấn) (phải - %)



Nguồn: Bloomberg, Green Markets, KBSV

Kỳ vọng nguồn cung ure từ Nga và Trung Quốc chỉ tăng trưởng nhẹ nhưng vẫn có rủi ro các nước nới lỏng chính sách hạn chế xuất khẩu ure trong năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng nguồn cung ure từ Nga sẽ bị giới hạn do chính sách thuế xuất khẩu mới áp dụng lên các mặt hàng phân bón có hiệu lực từ 3Q2023 đến hết năm 2024. Tuy nhiên, việc Nga quyết định nâng quota xuất khẩu các loại phân bón họ nitrogen (ure, amonia, amonia nitrate) thêm 18% lên mức 9.8 triệu tấn có hiệu lực từ tháng 11/2023 đến tháng 5/2024 có thể sẽ khiến nguồn cung toàn cầu gia tăng. Đối với Trung Quốc, việc nước này duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu ure như hiện tại cộng với việc giá ure nội địa neo ở mức cao sẽ khiến cho nguồn cung ure trong khu vực tương đối cân bằng. Mặt khác, chúng tôi cũng lưu ý rằng nếu chính phủ Trung Quốc bất ngờ nới lỏng chính sách hạn chế xuất khẩu thì thị trường ure toàn cầu khả năng cao sẽ phải đối mặt

với một cú sốc thừa cung, khiến giá ure giảm sâu. Ngoài ra, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng giá than Trung Quốc (nguyên liệu đầu vào chủ yếu cho các nhà máy ure tại Trung Quốc) tiếp tục điều chỉnh giảm sâu do ngành công nghiệp sản xuất suy yếu, khiến giá ure nội địa giảm và tạo ra động lực cho chính phủ nước này gia tăng xuất khẩu sang các quốc gia láng giềng.

3. Kỳ vọng tình hình kinh doanh của DPM tích cực hơn so với năm 2023

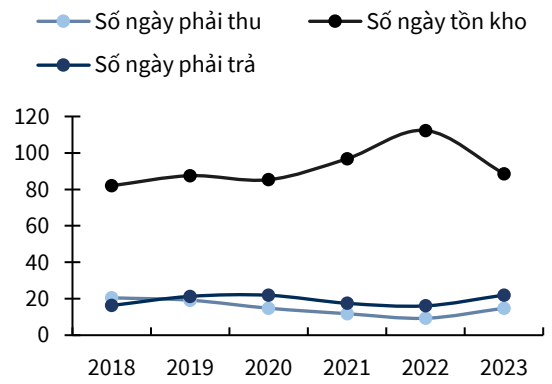
Kỳ vọng chi phí khí đầu vào thuận lợi hơn khi El Nino có dấu hiệu yếu đi

Cho năm 2024, chúng tôi giả định giá dầu thô Brent bình quân ở mức 83 USD/thùng (đi ngang so với năm 2023). Như đề cập ở trên, chúng tôi kỳ vọng El Nino sẽ đạt đỉnh trong 1Q2024, sau đó yếu dần và chuyển sang các pha trung tính và La Nina trong phần lại của năm. Do đó, chúng tôi cho rằng hiện tượng tranh chấp nguồn khí đầu vào giữa các doanh nghiệp điện khí và đạm sẽ bớt nghiêm trọng hơn so với năm 2023. Chúng tôi dự báo chi phí khí thiên nhiên đầu vào cho DPM có thể giảm nhẹ khoảng 3% yoy và đạt trung bình 10.2 USD/mmBTU cho năm 2024.

Chất lượng bảng cân đối của DPM cải thiện rõ rệt trong năm 2023, từ đó tạo dư địa phát triển dài hạn

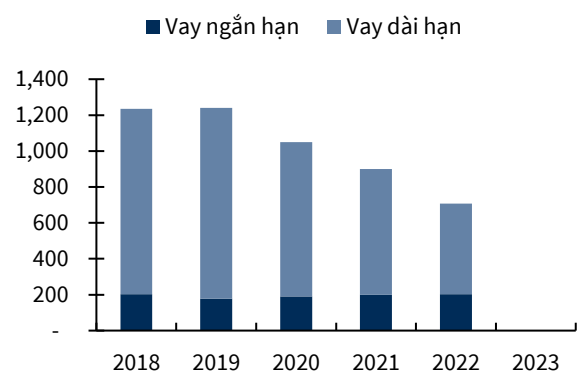
Trái ngược với kết quả kinh doanh, bảng cân đối kế toán chính là điểm sáng trong bức tranh tài chính của DPM trong năm 2023. Lượng tồn kho của DPM tăng đột biến 40% yoy lên 3,871 tỷ VND trong năm 2022 do giá phân bón neo ở mức quá cao, khiến nhu cầu tiêu thụ toàn cầu gần như biến mất. Cuối năm 2023, lượng tồn kho đã giảm 51% yoy xuống mức 1,911 tỷ VND, giúp đưa số ngày tồn kho về mức cân bằng. Cũng trong khoảng thời gian này, DPM đã trả hết nợ gốc vay ngắn và dài hạn, từ đó giúp giảm thiểu gánh nặng lãi vay trong tương lai. Chúng tôi nhận thấy với cơ cấu không nợ vay, cộng với lượng tiền mặt 6,627 tỷ và dự báo nhu cầu đầu tư ở mức tối thiểu, DPM sẽ có khả năng chi trả lượng cổ tức bền vững vào khoảng 2,000-2,500 VND/cổ phiếu, tương đương với mức lợi suất cổ tức khoảng 6-7%.

Biểu đồ 13. Vòng quay tiền mặt của DPM trong giai đoạn 2018-2023 (ngày)



Nguồn: DPM, KBSV

Biểu đồ 14. Tình hình vay nợ của DPM trong giai đoạn 2018-2023 (tỷ VND)



Nguồn: DPM, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 15. Dự phóng kết quả kinh doanh

(Tỷ VNĐ)	2023	2024	YoY %	Chú thích
Doanh thu	**13,569**	**14,209**	**4.7%**	**Tăng trưởng nhẹ chủ yếu từ mức tăng của giá ure**
Lợi nhuận gộp	**1,652**	**2,649**	**60.4%**	
Biên lợi nhuận gộp (%)	**12.2%**	**18.6%**		**Kỳ vọng BLNG hồi phục (nhưng vẫn thấp hơn mức trung vị 5 năm là 22.3%) nhờ giá bán tăng và giá khí đầu vào giảm nhẹ**
Chi phí SG&A	-1,350	-1,414	4.7%	
LN từ HĐKD	302	1,235	308.9%	
Thu nhập tài chính	458	412	-10.0%	
Chi phí tài chính	-71	0	-100.0%	Giả định duy trì cơ cấu không vay nợ như trong năm 2023
Thu nhập khác (ròng)	1	1	0.0%	
LN trước thuế	**691**	**1,651**	**138.9%**	
LN sau thuế	**543**	**1,304**	**140.1%**	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	83	83	0.0%	
Giá khí đầu vào (USD/mmBTU)	10.5	10.2	-2.9%	Kỳ vọng El Nino yếu dần từ 2Q2024, giúp nguồn cung khí phân bổ cho các nhà máy đạm tích cực hơn
Giá bán ure DPM (VND/kg)	10.0	10.5	5.0%	Kỳ vọng tăng nhẹ theo giá ure thế giới nhờ nhu cầu hồi phục trong khi nguồn cung bớt dư thừa
Giá bán NPK DPM (VND/kg)	12.4	12.4	0.0%	Kỳ vọng không có nhiều dư địa tăng trưởng do tình hình cạnh tranh gay gắt tại thị trường nội địa
Sản lượng bán ure (nghìn tấn)	879	853	-3.0%	Theo kế hoạch của công ty. Sản lượng bán ure năm 2023 cao đột biến do công ty phải xử lý phần tồn kho từ năm 2022.
Sản lượng bán NPK (nghìn tấn)	138	142	2.9%	Theo kế hoạch của công ty

Nguồn: DPM, KBSV

Định giá

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 41,800 VNĐ/cổ phiếu

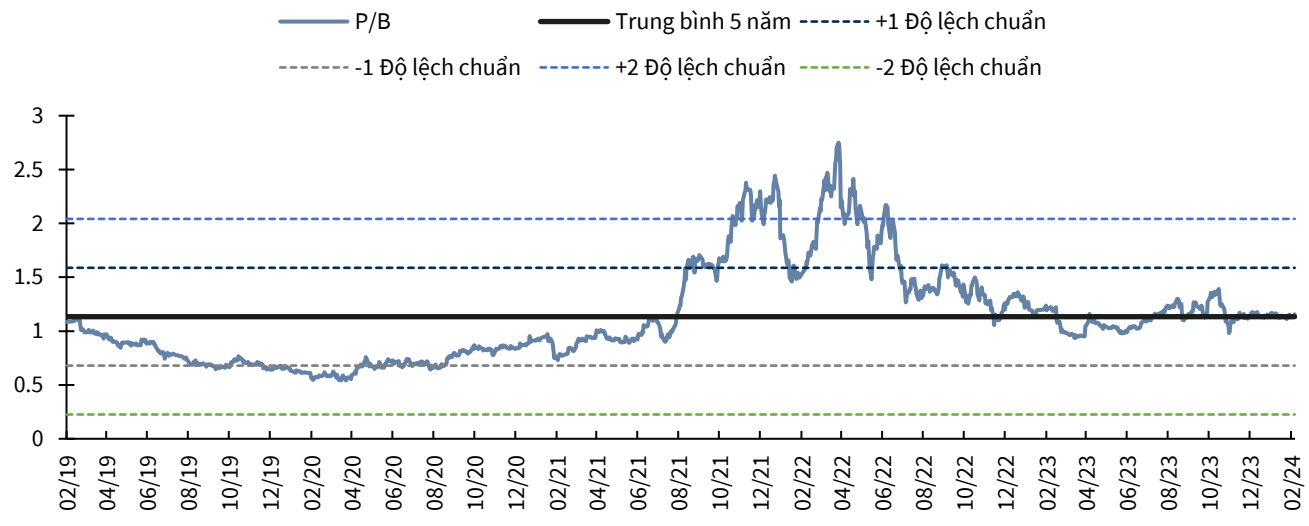
Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) để đưa ra khuyến nghị MUA cho DPM với mức giá mục tiêu là 41,800 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với mức sinh lời 20.3% so với giá đóng cửa 34,750 VNĐ/cổ phiếu ngày 29/02/2024. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng một mức lợi suất cổ tức khoảng 5.8% cho khoản đầu tư vào DPM với mức giá đóng cửa hiện tại. Cho năm 2024, KBSV điều chỉnh giảm giả định lãi suất phi rủi ro từ 5.0% xuống 4.7% và giảm phần bù rủi ro từ 8.2% xuống 7.6%.

Bảng 16. Giả định mô hình định giá FCFF

Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VND)	6,313
Phần bù rủi ro	7.6%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	3,887
Beta	1.2	**Tổng giá trị hiện tại**	**10,200**
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	6,356
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-5
Chi phí vốn bình quân	**12.2%**	Trừ: Lợi ích CĐTS	-196
Tăng trưởng dài hạn	1.0%	**Giá trị VCSH**	**16,355**
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	391.40
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	**41,800**
		Giá hiện tại (29/02/2024)	34,750
		Upside	20.3%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 17. Diễn biến P/B của DPM giai đoạn 2019-2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

DPM – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2022A – 2025F

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần	18,627	13,569	14,209	13,617
Giá vốn hàng bán	-10,789	-11,917	-11,629	-11,290
Lãi gộp	7,838	1,652	2,580	2,327
Thu nhập tài chính	365	458	412	391
Chi phí tài chính	-85	-71	0	0
Trong đó: Chi phí lãi vay	-65	-51	0	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	3	3	3	3
Chi phí bán hàng	-978	-848	-888	-851
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-556	-502	-526	-504
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	6,587	692	1,581	1,366
Thu nhập khác	21	11	11	11
Chi phí khác	2	10	10	10
Thu nhập khác, ròng	19	1	1	1
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	3	3	3	3
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	6,606	693	1,582	1,367
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,021	-148	-332	-287
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	5,585	543	1,250	1,080
Lợi ích của cổ đông thiểu số	20	10	21	18
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	5,565	533	1,229	1,062

Chỉ số hoạt động	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	42.1%	12.2%	18.2%	17.1%
Tỷ suất EBITDA	36.6%	5.2%	10.8%	9.5%
Tỷ suất EBIT	33.8%	2.2%	8.2%	7.1%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	35.5%	5.1%	11.1%	10.0%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	35.4%	5.1%	11.1%	10.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	30.0%	4.0%	8.8%	7.9%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	6,606	691	1,582	1,367
Khấu hao TSCĐ	515	403	367	326
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	2	-449	0	0
Chi phí lãi vay	65	51	0	0
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	7,188	696	1,949	1,693
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	80	-184	66	24
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-1,258	2,090	-912	82
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	516	-1,085	61	-34
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-21	-34	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-1,529	-628	-238	-279
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	4,961	838	926	1,486
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-77	-165	-168	-161
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	2	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-11,790	-9,615	-9,615	-9,615
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	8,365	11,110	9,615	9,615
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	273	418	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-3,227	1,749	-418	-377
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	1,059	1,291	5	-1
Tiền trả các khoản đi vay	-1,259	-1,990	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-1,977	-2,739	-783	-783
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-2,177	-3,438	-778	-784
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-442	-851	-270	325
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,524	2,084	1,241	971
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,084	1,241	971	1,296

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	17,699	13,323	13,592	13,632
TÀI SẢN NGẮN HẠN	13,579	9,595	10,062	10,268
Tiền và tương đương tiền	2,084	1,242	971	1,296
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	6,880	5,385	5,385	5,385
Các khoản phải thu	458	642	576	552
Hàng tồn kho, ròng	3,871	1,911	2,823	2,741
TÀI SẢN DÀI HẠN	4,120	3,728	3,530	3,364
Phải thu dài hạn	1	1	1	1
Tài sản cố định	3,255	2,988	2,790	2,624
Tài sản dở dang dài hạn	219	256	256	256
Đầu tư dài hạn	200	190	190	190
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	3,681	1,764	1,816	1,776
Nợ ngắn hạn	2,996	1,476	1,528	1,488
Phải trả người bán	869	768	829	795
Người mua trả tiền trước	72	124	99	104
Vay ngắn hạn	202	0	5	4
Nợ dài hạn	686	288	288	288
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	505	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	14,017	11,558	11,776	11,857
Vốn góp	3,914	3,914	3,914	3,914
Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21	21
Lãi chưa phân phối	6,401	2,852	3,048	3,111
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	3,497	4,598	4,599	4,599
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	186	175	196	214

Chỉ số chính (x, %, VND)	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ số định giá				
P/E	2.5	32.2	13.7	15.9
P/E pha loãng	2.5	32.2	13.7	15.9
P/B	1.0	1.3	1.2	1.2
P/S	0.7	1.0	0.9	1.0
P/Tangible Book	1.0	1.3	1.2	1.2
P/Cash Flow	2.7	16.0	14.5	9.0
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	1.8	17.5	8.2	9.5
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	1.9	40.9	10.8	12.7
Hiệu quả quản lý				
ROE%	39.8%	4.7%	10.6%	9.1%
ROA%	31.6%	4.1%	9.2%	7.9%
ROIC%	49.2%	2.9%	10.5%	9.0%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	3.0	4.5	4.2	4.5
Tỷ suất thanh toán nhanh	3.1	4.9	4.5	4.9
Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.5	6.5	6.6	6.9
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.1	0.1	0.1
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.3	0.2	0.2	0.1
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	39.3	24.7	23.3	24.1
Hệ số quay vòng HTK	3.3	4.1	4.9	4.1
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	22.7	16.6	17.8	16.8

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ
Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.