

NGÀNH: PHÂN BÓN
Ngày 4 tháng 10 năm 2024
CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX: DCM)
Ngô Bá Nguyễn

Chuyên viên phân tích

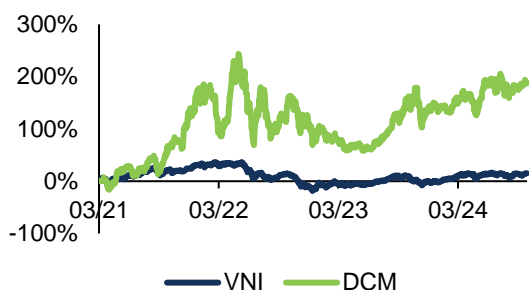
Email: nguyennb@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext : 7560

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Hữu Thiên Ân

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu DCM và VNINDEX

Giá thị trường:
37.700
Khuyến nghị
Giá mục tiêu:
39.000
THEO DÕI
Chênh lệch:
+3,4%
HOẠT ĐỘNG M&A GIÚP MĂNG NPK GHI NHẬN TĂNG TRƯỞNG
I. KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2024 (Xem thêm)

Trong 1H2024, DCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 6.607,4 tỷ đồng (+9,7% yoy & 58% KH2024), tăng trưởng chủ yếu đến từ măng NPK (+75,6% yoy), nhờ đóng góp của nhà máy NPK Hàn Việt (KVF) được DCM mua lại trong 2Q2024.

Biên lợi nhuận gộp đạt 20,1% (+4,6 đpt yoy), do biên lợi nhuận gộp măng Urê phục hồi (+6,4 đpt yoy) nhờ nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao kể từ T9/2023.

Lợi nhuận sau thuế đạt 935,3 tỷ đồng (+72,4% yoy & 118% KH2024), do DCM ghi nhận khoản lãi bất thường 167 tỷ đồng từ giao dịch mua lại Phân bón Hàn Việt (KVF) với giá mua thấp hơn giá trị hợp lý.

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2024 (Xem thêm)

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2024 của DCM đạt lần lượt 12.854 tỷ đồng (+2,3% yoy & 108% KH2024) và 1.553 tỷ đồng (+40,1% yoy & 195,4% KH2024), cụ thể:

- Doanh thu măng Urê tăng trưởng nhẹ +0,9% yoy nhờ:** (1) sản lượng tiêu thụ ước tính tăng +2,3% yoy chủ yếu nhờ tăng trưởng sản lượng xuất khẩu hưởng lợi từ chính sách hạn chế xuất khẩu Urê của Trung Quốc. Giá bán Urê dự phóng đạt 9.050 đồng/kg, giảm nhẹ -2% yoy, cùng chiều với giá Urê thế giới. Biên lợi nhuận gộp măng Urê đạt 27,1% (+7,5 đpt yoy) chủ yếu nhờ nhà máy Urê hết khấu hao từ cuối T09/2023.
- Doanh thu măng NPK tăng trưởng mạnh +54% yoy**, nhờ hợp nhất kết quả kinh doanh của nhà máy NPK Hàn Việt được DCM M&A trong 2Q2024 giúp gia tăng +120% năng lực sản xuất phân NPK lên mức 660 nghìn tấn/năm và mở rộng thị trường sang khu vực Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên.

III. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu DCM là 39.000 đồng/cp, cao hơn +3,4% so với mức giá đóng cửa ngày 4/10/2024. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DCM. Nhà đầu tư có thể xem xét chốt lời cổ phiếu DCM ở thời điểm hiện tại và cân nhắc mua vào ở mức giá **34.000 đồng/cp**, tương ứng với mức tỷ suất sinh lời kỳ vọng **15%**.

IV. YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- **Chính sách thuế VAT 5% đối với phân bón được trình Quốc hội biểu quyết vào kỳ họp tháng 10/2024 (chi tiết).**

Thông tin giao dịch	04/10/2024
Giá hiện tại (đồng/cp)	37.700
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	40.700
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	25.600
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	529
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	529
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	4.306.940
% sở hữu nước ngoài	7,49%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	5.294
Vốn hóa (tỷ đồng)	20.249
P/E trailing 12 tháng (lần)	13,5x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	2,798

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau
Địa chỉ	Lô D, KCN đường Ngô Quyền, Phường 1, Thành phố Cà Mau
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại phân bón vô cơ và hữu cơ
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Biến động cơ cấu nguồn khí, thay đổi chính sách thương mại phân bón

I. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DCM TRONG 1H2024: [\(Quay lại\)](#)

<i>Đơn vị: Tỷ đồng</i>	1H2024	1H2023	%YoY	Diễn giải
Doanh thu thuần	6.607,4	6.025,7	9,7%	
Mảng Urê	4.121,9	4.054,3	1,7%	Phân Urê: Doanh thu tăng trưởng +1,7% yoy. Trong đó, Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng +5,9% yoy, nhờ sản lượng xuất khẩu tăng trưởng +22,3% yoy do: (1) các thị trường xuất khẩu hiện tại đang tăng cường nhập khẩu phân bón từ Việt Nam khi Trung Quốc hạn chế xuất khẩu Urê kể từ 4Q2023, (2) DCM mở rộng xuất khẩu sang các thị trường mới như Australia, New Zealand. Giá bán Urê bình quân trong 1H2024 giảm nhẹ -1,1% yoy cùng chiều với giá Urê thế giới do nhu cầu suy yếu tại các thị trường tiêu thụ trọng điểm.
Mảng NPK	1.156,5	658,5	75,6%	
Phân bón thương mại	781,6	945,6	-17,3%	Phân NPK: Doanh thu tăng trưởng +75.6% yoy nhờ đóng góp của nhà máy NPK Hàn Việt (KVF) được DCM mua lại trong 2Q2024. Nếu loại trừ đóng góp của KVF, doanh thu NPK đạt 835 tỷ đồng (+26.8% yoy). Trong đó, sản lượng tiêu thụ NPK đạt 77 nghìn tấn (+38% yoy). Giá bán bình quân đạt 10.862 đồng/kg (-8.1% yoy).
Khác	547,3	367,2	49,1%	Phân bón thương mại: Doanh thu giảm -17,3% yoy. Trong đó, sản lượng tiêu thụ đạt 96 nghìn tấn (+15,8% yoy), giá bán bình quân giảm theo giá thế giới đạt ~8.173 đồng/kg (-28,6% yoy).
Lợi nhuận gộp	1.330,4	939,0	41,7%	
Mảng Urê	1.015,8	738,6	37,5%	Lợi nhuận gộp đạt 1.330,4 tỷ đồng (+41,7% yoy), Trong đó: Lợi nhuận gộp mảng Urê tăng trưởng +37,5% yoy, đạt 1.015,8 tỷ đồng (tương ứng biên lợi nhuận gộp đạt 24,6%, +6,4 đpt) nhờ nhà máy DCM hết khấu hao kể từ T9/2023 dù giá khí đầu vào ước tính tăng 10,4% yoy và giá bán ure giảm -1,1% yoy. Lợi nhuận gộp mảng NPK tăng trưởng +55,3% yoy, đạt 117 tỷ đồng, (tương ứng biên lợi nhuận gộp đạt 10,1%, -1,3 đpt) nhờ hợp nhất nhà máy NPK Hàn Việt trong 2Q2024. Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do giá phân NPK giảm -8,1% yoy.
Mảng NPK	117,0	75,3	55,3%	
Phân bón thương mại	56,5	53,3	6,0%	
Khác	141,1	71,8	96,4%	
Biên lợi nhuận gộp	20,1%	15,6%	+4,6 đpt	
Mảng Urê	24,6%	18,2%	+6,4 đpt	
Mảng NPK	10,1%	11,4%	-1,3 đpt	
Phân bón thương mại	7%	6%	+1,6 đpt	
Khác	26%	20%	+6,2 đpt	
Chi phí bán hàng	456,2	376,7	21,1%	
Chi phí QLDN	248,6	215,6	15,3%	

Lợi nhuận HĐKD	625,6	346,7	80,4%	
Doanh thu tài chính	225,7	263,9	-14,5%	
Chi phí tài chính	37,5	8,6	337,1%	Lợi nhuận khác tăng đột biến do DCM ghi nhận khoản lãi bất thường 167 tỷ đồng từ giao dịch mua lại Phân bón Hàn Việt (KVF) với giá mua thấp hơn giá trị hợp lý.
- Chi phí lãi vay	16,1	3,6	349,4%	
Lợi nhuận khác	183,6	7,5	2.335,1%	
LN trước thuế	997,3	609,5	63,6%	
LN sau thuế	935,3	542,4	72,4%	

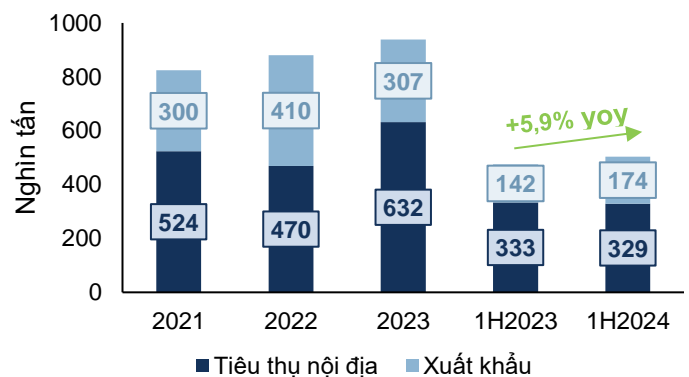
Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp và ước tính

1. Mảng Urê: Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ nhà máy Urê hết khấu hao

Doanh thu thuần mảng Urê trong 1H2024 ước đạt 4.121,9 tỷ đồng, tăng trưởng nhẹ +1,7% so với 1H2023 do: (1) sản lượng tiêu thụ Urê cải thiện chủ yếu nhờ thị trường xuất khẩu, (2) giá bán Urê giảm cùng chiều với giá Urê thế giới.

Trong 1H2024, sản lượng tiêu thụ Urê của DCM đạt 503 nghìn tấn (+5,9% yoy), nhờ sản lượng xuất khẩu tăng trưởng tích cực (+22,3% yoy) do: (1) các khách hàng cũ đẩy mạnh nhập khẩu Urê từ Việt Nam trong bối cảnh nguồn cung bị thắt chặt khi Trung Quốc duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu Urê kể từ 4Q2023; (2) DCM đang mở rộng xuất khẩu sang các thị trường mới như Úc, New Zealand. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ nội địa giảm nhẹ (-1,1% yoy) do hoạt động gieo trồng của người nông dân bị ảnh hưởng bởi thời tiết nắng nóng và tình trạng xâm nhập mặn nghiêm trọng tại Đồng bằng sông Cửu Long.

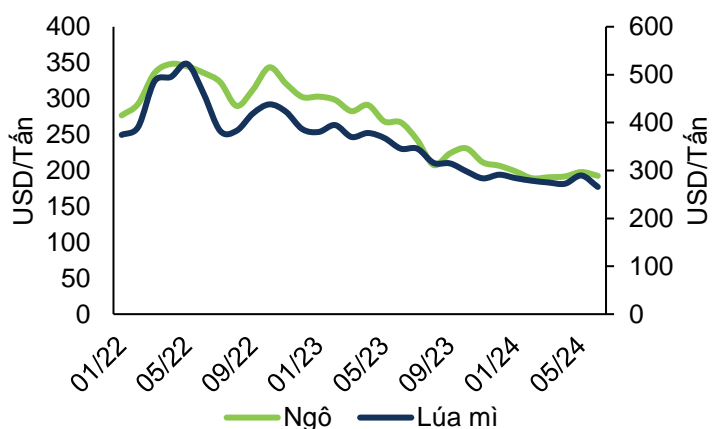
Biểu đồ 1: Sản lượng tiêu thụ Urê của DCM



Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

Giá bán Urê bình quân của DCM trong 1H2024 đạt 9.090 đồng/kg, giảm nhẹ -1,1% yoy do có diễn biến cùng chiều với giá Urê thế giới. Trong 6 tháng đầu năm 2024, giá Urê thế giới (trung bình tại 4 khu vực Mỹ, Trung Đông, Ai Cập, Biển Đen) đạt 325 USD/tấn, giảm -7% yoy. Giá Urê giảm đến từ nhu cầu suy yếu tại các thị trường tiêu thụ trọng điểm như Brazil và Ấn Độ do ảnh hưởng của: (1) giá các loại nông sản chính tại các thị trường trên như ngô và lúa mì giảm khiến khả năng chi trả phân bón của nông dân giảm, (2) hiện tượng El Nino ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động gieo trồng của nông dân, (3) sản lượng nhập khẩu Urê của Ấn Độ giảm do sản lượng sản xuất trong nước gia tăng.

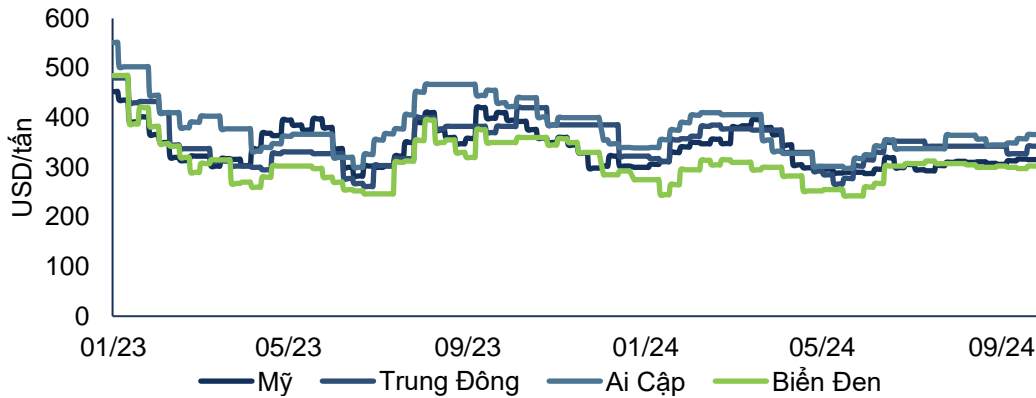
Biểu đồ 2: Diễn biến giá ngô và lúa mì thế giới



Nguồn: Worldbank, FPTS tổng hợp

Ở chiều ngược lại, giá Urê thế giới được hỗ trợ một phần từ việc gián đoạn từ phía nguồn cung khi: (1) Một số nhà sản xuất Urê ở Ai Cập (quốc gia xuất khẩu Urê lớn thứ 4 thế giới) phải tạm ngừng hoạt động do chính phủ Ai Cập ưu tiên sử dụng khí đốt cho sản xuất điện, (2) Trung Quốc (quốc gia xuất khẩu Urê lớn thứ 2 thế giới) tiếp tục duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu Urê.

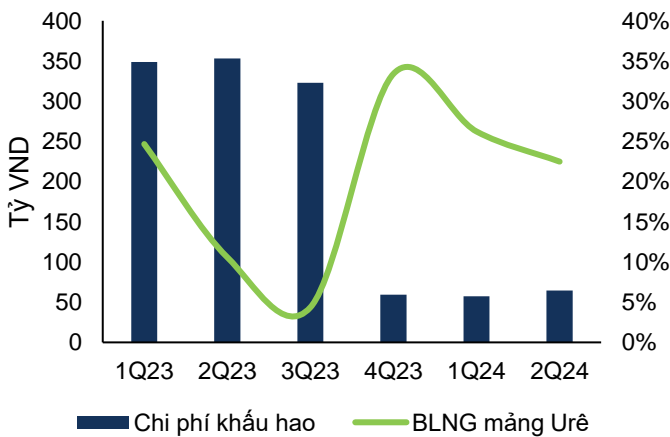
Biểu đồ 3: Biến động giá phân Urê thế giới (2023 – 9T2024)



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

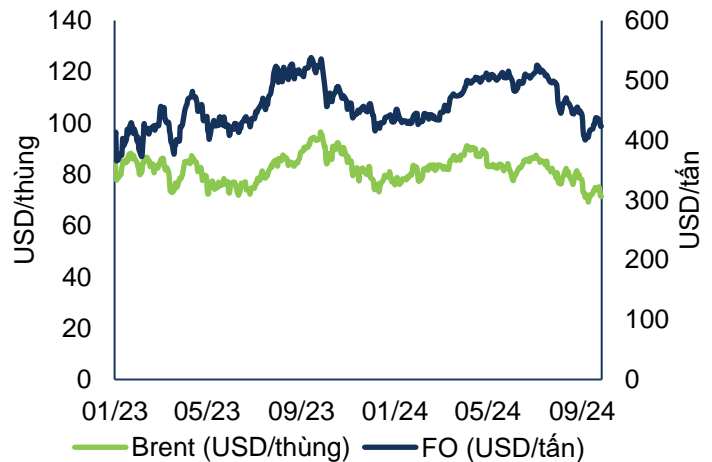
Biên lợi nhuận gộp mảng Urê trong 1H2024 đạt 24,6% (+6,4 đpt yoy) nhờ nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao kể từ tháng 9/2024 giúp chi phí khấu hao giảm 583 tỷ đồng (~43,8% lợi nhuận gộp trong 1H2023). Ở chiều ngược lại, biên lợi nhuận gộp mảng Urê phải chịu áp lực kép từ (1) giá bán Urê giảm -1,1% yoy và (2) giá khí đầu vào ước đạt 9,6 USD/mmBTU (+10,4% yoy) do giá dầu FO và dầu Brent tăng lần lượt 14% yoy và 4% yoy.

Biểu đồ 4: Chi phí khấu hao và biên lợi nhuận gộp mảng Urê của DCM



Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 5: Biến động giá dầu Brent và FO (2022 – 9T2024)



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

2. Mảng NPK: Doanh thu tăng trưởng 75,6% yoy nhờ đóng góp của nhà máy mới

Trong 1H2024, doanh thu mảng NPK của DCM đạt 1.156,5 tỷ đồng, tăng trưởng 75,6% so với 1H2023 nhờ: (1) đóng góp doanh thu của nhà máy NPK Hàn Việt (KVF) được DCM mua lại trong Q2/2024. (2) DCM hạ giá bán để tăng tiêu thụ sản phẩm trong bối cảnh thị trường NPK chịu áp lực dư cung nghiêm trọng, cụ thể:

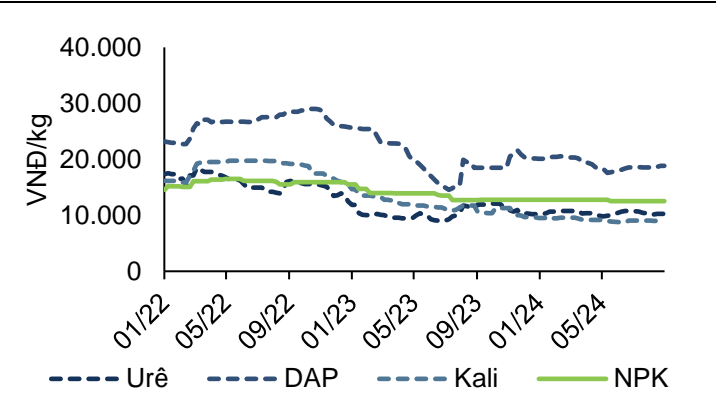
Đóng góp doanh thu của nhà máy NPK Hàn Việt trong 2Q2024. DCM đã hoàn tất việc M&A công ty TNHH Phân bón Hàn Việt (KVF) trong 2Q2024 với tổng vốn đầu tư 613 tỷ đồng, mức giá trên thấp hơn so với giá trị hợp lý được xác định của KVF là 780 tỷ đồng, điều này đã dẫn đến khoản thu nhập bất thường 167 tỷ đồng được ghi nhận trên báo cáo tài chính của DCM. Việc M&A KVF giúp DCM gia tăng +120% công suất sản xuất NPK lên 660 nghìn tấn/năm. Bên cạnh đó, tận dụng lợi thế vị trí địa lý và hệ thống phân phối sẵn có của KVF sẽ giúp DCM thâm nhập thị trường

NPK ở khu vực Đông Nam Bộ, Tây Nguyên, Miền Trung. Chúng tôi ước tính nhà máy KVF đóng góp 321 tỷ đồng doanh thu trong 1H2024 của DCM, chiếm 28% cơ cấu doanh thu mảng NPK.

DCM hạ giá bán để tăng tiêu thụ sản phẩm trong bối cảnh thị trường NPK chịu áp lực dư cung nghiêm trọng. Cụ thể, doanh thu NPK (loại trừ đóng góp từ KVF) tăng trưởng +26,8% yoy, đạt 835 tỷ đồng chủ yếu do sản lượng tiêu thụ NPK đạt 77 nghìn tấn (+38% yoy), trong khi giá bán NPK giảm -8,1% yoy, đạt 10.862 đồng/kg.

Biên lợi nhuận gộp mảng NPK trong 1H2024 ước đạt 10,1% (giảm -1,3 đpt yoy) do giá bán NPK bình quân giảm -8,1% yoy, ước đạt 10.862 đồng/kg. Chiều ngược lại, biên lợi nhuận gộp được hỗ trợ một phần nhờ giá các loại nguyên vật liệu đầu vào giảm (Urê -1,1% yoy, DAP -10,3 yoy%, Kali -26,1% yoy).

Biểu đồ 7: Giá phân NPK và các loại phân đơn tại thị trường nội địa



Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH [\(Quay lại\)](#)

1. Kế hoạch kinh doanh 2024:

Năm 2024, DCM đặt kế hoạch kinh doanh tương đối thận trọng. Cụ thể kế hoạch doanh thu đạt 11.878 tỷ đồng, giảm -10% so với thực hiện năm 2023 và kế hoạch lợi nhuận sau thuế đạt 794,8 tỷ đồng, giảm -28% so với thực hiện năm 2023. Chúng tôi cho rằng, DCM thường có xu hướng đặt ra kế hoạch kinh doanh thận trọng để đảm bảo khả năng hoàn thành kế hoạch đề ra. Kết thúc 1H2024, DCM đã hoàn thành 58% kế hoạch doanh thu và 118% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm.

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh năm 2024 của DCM

Chỉ tiêu	Đơn vị	KH2024	% so với 2023	% hoàn thành trong 1H2024
Sản lượng tiêu thụ				
-Tiêu thụ Urê (bao gồm Urê quy đổi)	Nghìn tấn	858,5	91%	59%
-Tiêu thụ NPK	Nghìn tấn	180	130%	43%
-Phân bón tự doanh	Nghìn tấn	248	135%	39%
Doanh thu	Tỷ đồng	11.878,20	90%	58%
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	841,40	67%	119%
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	794,8	72%	118%

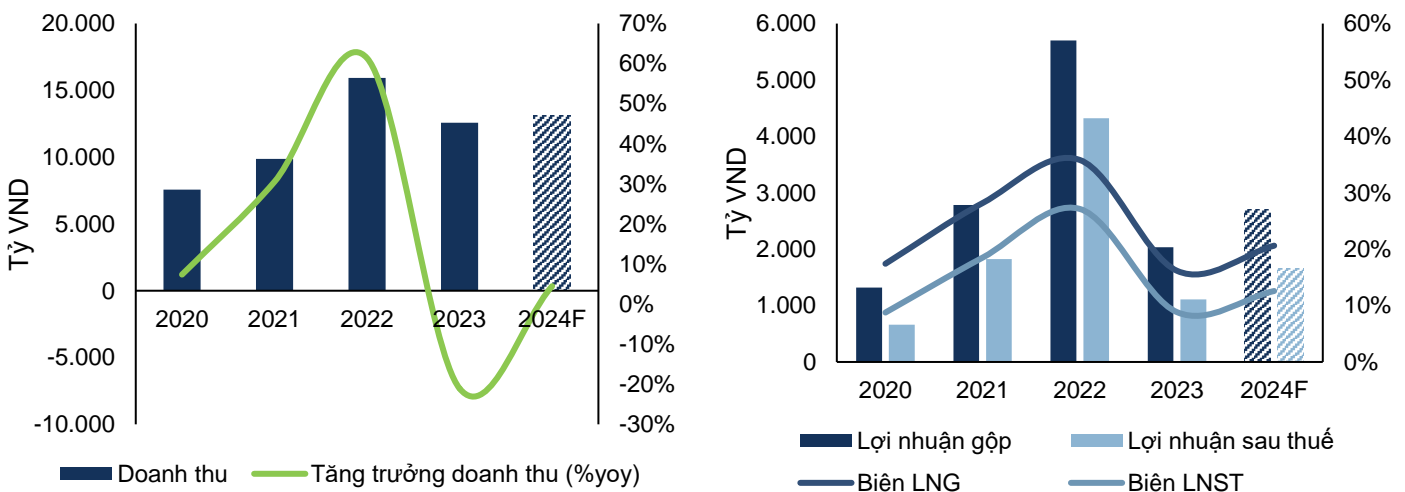
Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2024 của DCM đạt lần lượt 12.854 tỷ đồng (+2,3% yoy & 108% KH2024) và 1.553 tỷ đồng (+40,1% yoy & 195,4% KH2024), cụ thể:

Doanh thu mảng Urê tăng trưởng nhẹ +0,9% yoy nhờ: (1) sản lượng tiêu thụ ước tính tăng +2,3% yoy chủ yếu nhờ tăng trưởng sản lượng xuất khẩu hưởng lợi từ chính sách hạn chế xuất khẩu Urê của Trung Quốc. Giá bán Urê dự phóng đạt 9.050 đồng/kg, giảm nhẹ -2% yoy, cùng chiều với giá Urê thế giới. Biên lợi nhuận gộp mảng Urê đạt 27,1% (+7,5 đpt yoy) chủ yếu nhờ nhà máy Urê hết khấu hao từ cuối T09/2023.

Doanh thu mảng NPK tăng trưởng mạnh +54% yoy, đạt 2.484 tỷ đồng, chủ yếu đến từ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng +66% yoy, đạt 230 nghìn tấn trong khi giá bán ước tính giảm -7% yoy do giá các loại phân đơn đầu vào giảm. Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh đến từ: (1) Nhà máy NPK Hàn Việt được hợp nhất trong 2Q2024 giúp gia tăng +120% năng lực sản xuất NPK lên mức 660 nghìn tấn/năm. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của nhà máy NPK trong năm 2023 sẽ đạt 100 nghìn tấn, tương ứng với 27% công suất thiết kế; (2) Sản lượng tiêu thụ của nhà máy NPK Cà Mau ước đạt 150 nghìn tấn (+8% yoy) nhờ DCM đẩy mạnh hạ giá thành sản phẩm và đưa ra các chính sách bán hàng linh hoạt để thúc đẩy tiêu thụ.

Nhìn chung, KQKD trong 2H2024 của DCM sẽ tăng nhẹ so với 1H2024, tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng NPK nhờ đóng góp nhiều hơn của nhà máy NPK Hàn Việt. Trong khi đó, kết quả kinh doanh mảng Urê dự kiến giảm nhẹ do giá Urê giảm, sản lượng tiêu thụ Urê ước tính thấp hơn so với 1H2024 do xuất khẩu hạ nhiệt khi Trung Quốc dự kiến xuất khẩu Urê trở lại.

Biểu đồ 8: Dự phóng KQKD 2024 của DCM



Nguồn: FPTIS dự phóng

2. Triển vọng kinh doanh

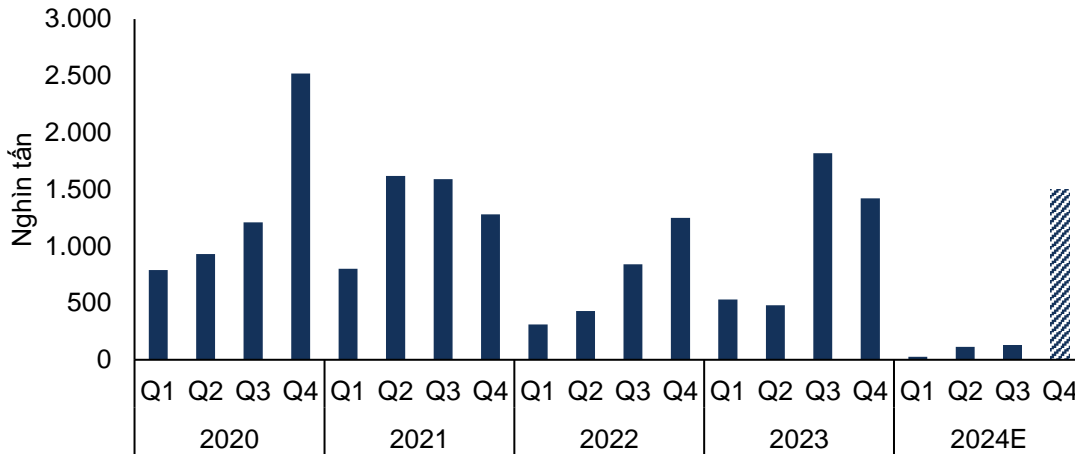
► Giá Urê năm 2024 dự báo giảm nhẹ -2% yoy theo giá Urê thế giới

Chúng tôi dự phóng giá Urê thế giới bình quân trong 2H2024 đạt 315 USD/Tấn (-11,5% yoy và -3% so với 1H2024) do nguồn cung phân bón gia tăng khi: (1) nguồn cung từ Ai Cập phục hồi khi các nhà máy Urê hoạt động trở lại, (2) Trung Quốc có khả năng sẽ xuất khẩu Urê trở lại trong Q4/2024, cụ thể:

Vấn đề nguồn cung khí đốt tại Ai Cập đã được khắc phục, không ảnh hưởng đáng kể đến nguồn cung urê thế giới trong cuối năm 2024. Tại Ai Cập, tình trạng nắng nóng kéo dài đã dẫn đến mất điện ở một số khu vực. Do đó, Chính phủ Ai Cập buộc phải tạm dừng cung cấp khí đốt cho các nhà máy phân bón để chuyển nguồn khí sang các nhà máy điện, khiến một số nhà máy phân bón phải tạm ngưng hoạt động, dẫn đến giá Urê tăng mạnh trong nửa cuối T5 – T7/2024. Tuy nhiên, tính đến giữa tháng 7, hầu hết các nhà máy Urê Ai Cập đã hoạt động trở lại với hiệu suất ở mức 80% sau khi nguồn cung khí đốt được khôi phục. Đồng thời, Ai Cập cũng lên kế hoạch nhập khẩu lượng lớn khí LNG để đảm bảo an ninh năng lượng. Do đó, chúng tôi đánh giá vấn đề nguồn cung khí đốt của Ai Cập sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến nguồn cung Urê thế giới trong giai đoạn cuối năm 2024.

Kỳ vọng Trung Quốc xuất khẩu Urê trở lại vào Q4/2024, gây áp lực lên giá urê thế giới. Trung Quốc đã áp dụng biện pháp hạn chế xuất khẩu Urê từ tháng 9/2023 nhằm đảm bảo nguồn cung nội địa và bình ổn giá cả. Trong 9T/2024, sản lượng Urê xuất khẩu của Trung Quốc chỉ đạt ~270 nghìn tấn, giảm -92% yoy. Điều này dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn cung Urê trên thị trường thế giới, qua đó giúp giá Urê không bị giảm quá sâu. Hiện tại, vẫn chưa có thông tin chính thức về thời điểm Trung Quốc dỡ bỏ các hạn chế xuất khẩu. Chúng tôi cho rằng, Trung Quốc có thể quay trở lại thị trường xuất khẩu trong 4Q2024 khi: (1) mùa vụ gieo trồng cao điểm kết thúc trong Q3/2024 và nhu cầu tiêu thụ tại thị trường nội địa yếu dần, (2) giá bán Urê của Trung Quốc hiện đang thấp hơn khoảng 15% so với giá Urê thế giới. Chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu Urê trong Q4 của Trung Quốc có thể đạt 1,5 triệu tấn (+5,6% yoy), việc Trung Quốc xuất khẩu Urê trở lại sẽ gây áp lực lên đáng kể lên giá Urê thế giới trong 4Q2024.

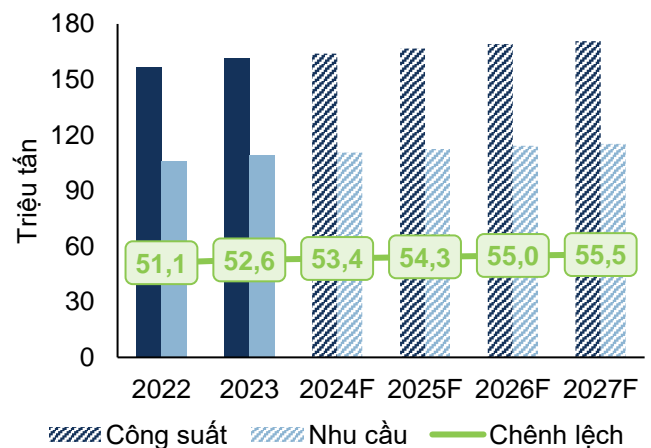
Biểu đồ 9: Sản lượng xuất khẩu Urê của Trung Quốc (2019 – 2024E)



Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp và dự phóng

Tình trạng dư thừa công suất gây áp lực giảm lên giá Urê trong dài hạn. Theo Hiệp hội Phân bón Quốc tế (IFA), tăng trưởng công suất phân đạm được dự báo đạt CAGR=1,4%/năm trong giai đoạn 2024 - 2027F, chủ yếu do việc mở rộng công suất mới của Nga. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ cũng được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR=1,4%/năm trong cùng giai đoạn. Với dự phóng trên, mức chênh lệch giữa công suất sản xuất và nhu cầu Urê toàn cầu sẽ ngày mở rộng, đạt 53,4 triệu tấn trong năm 2024 (+1,5% yoy, chiếm 48% nhu cầu) và tiếp tục tăng lên 55,5 triệu tấn vào năm 2027F, từ đó gây áp lực giảm lên giá Urê trong dài hạn. Chúng tôi dự phóng giá Urê trong giai đoạn 2025 – 2030F sẽ ở mức 305 USD/tấn, giảm -5% so với năm 2024.

Biểu đồ 10: Công suất và nhu cầu phân đạm trên thế giới (2022-2027F)



Nguồn: IFA, FPTS tổng hợp

Giá Urê của DCM dự kiến giảm nhẹ hơn so với giá Urê thế giới. Chúng tôi dự phóng giá Urê của DCM trong năm 2024 sẽ đạt 9.050 đồng/kg (~370 USD/tấn), giảm nhẹ -2% yoy theo đà giảm của giá Urê thế giới. Chúng tôi cho rằng giá Urê nội địa sẽ cao hơn khoảng 16% so với giá Urê thế giới do chi phí sản xuất Urê trong nước (giá khí thiên nhiên) cao hơn đáng kể so với các quốc gia khác trên thế giới ([Phụ lục 1: Chi phí sản xuất Urê của một số khu vực trên thế giới tại tháng 4/2024](#)). Giai đoạn 2025 - 2030F, chúng tôi dự phóng giá Urê của DCM sẽ giảm về mức 8.900 đồng/kg.

► **Giá khí dự báo đi ngang so với 2023 theo dự báo giá dầu**

Chúng tôi dự báo giá khí năm 2024 của DCM đạt 9,46 USD/mmBTU, đi ngang so với năm 2023 do: (1) tỷ trọng nguồn khí mua ngoài từ Petronas ước tính ở mức 44%, thấp hơn so với mức 46% trong năm 2023 nhờ nhu cầu tiêu thụ khí của hai nhà máy Điện Cà Mau 1 và 2 dự kiến giảm do La Nina được CPC dự báo có khả năng xuất hiện từ

tháng 9 đến tháng 11 năm 2024 khiến sản lượng thủy điện gia tăng, từ đó gia tăng nhu cầu huy động từ các nhà máy thủy điện và giảm lượng huy động điện khí; (2) Giá dầu Brent trung bình trong năm 2024 dự kiến đạt 83 USD/mmBTU (+1,2% yoy) theo dự báo của EIA.

Giai đoạn 2025 – 2030F, chúng tôi xây dựng kịch bản giá khí dầu vào cho DCM dựa trên các giả định sau:

(1) Giá khí quy đổi dự kiến giảm do chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ giảm dần về mức 70 USD/thùng vào năm 2030F khi nguồn cung từ OPEC+ được dự báo sẽ tăng dần khi nhu cầu dầu thô hồi phục.

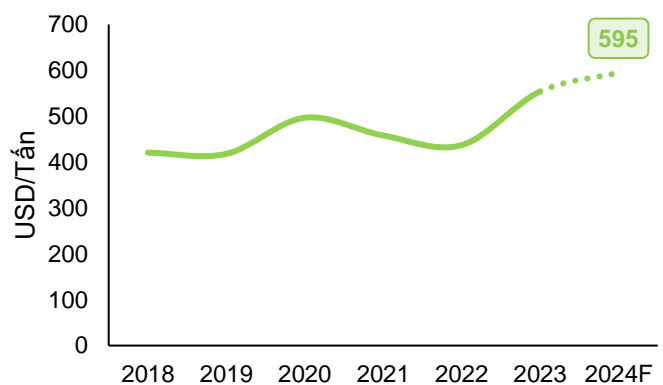
(2) Tỷ trọng mua ngoài từ Petronas tăng dần về mức 50% do nhu cầu tiêu thụ khí ngày càng tăng trong bối cảnh nguồn cung khí giảm dần.

Dự phóng cơ sở	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Giá dầu Brent (USD/thùng)	82	83,0	81,0	79,0	77,0	75,0	73,0	70,0
Giá khí mua ngoài từ Petronas (USD/mmBTU)	10,41	10,54	10,29	10,03	10,55	10,28	10,00	9,59
Tỷ trọng mua ngoài từ Petronas	46,0%	44,0%	45,0%	46,0%	47,0%	48,0%	49,0%	50,0%
Giá dầu FO (USD/tấn)	448,0	452,5	442,1	431,7	421,3	410,8	400,4	384,8
Giá khí mua theo quyền nhận từ PVN (USD/mmBTU)	5,08	5,13	5,01	4,89	4,77	4,65	4,54	4,36
Tỷ trọng mua theo quyền nhận từ PVN	54,0%	56,0%	55,0%	54,0%	53,0%	52,0%	51,0%	50,0%
Giá khí (trước chi phí vận chuyển và VAT)	7,53	7,51	7,38	7,26	7,49	7,35	7,21	6,97
Phí vận chuyển (USD/mmBTU)	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	2,09
Giá khí (bao gồm VAT)	9,48	9,46	9,32	9,18	9,44	9,29	9,13	9,97
Biến động giá khí (% yoy)	-2,2%	-0,3%	-1,5%	-1,5%	2,8%	-1,6%	-1,6%	9,2%

► Sản lượng tiêu thụ Urê tăng 2,3% nhờ nhu cầu tiêu thụ nội địa phục hồi 2H2024

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ Urê của DCM (bao gồm đạm chức năng) trong năm 2024 sẽ đạt 960 nghìn tấn (+2,3% yoy) nhờ nhu cầu tiêu thụ phân bón nội địa dự báo phục hồi trong 2H2024. Nhu cầu phục hồi đến từ: (1) Hiện tượng thời tiết thuận lợi hơn cho sản xuất nông nghiệp khi El Nino kết thúc trong 2Q2024, (2) Giá gạo (mặt hàng nông sản chính của Việt Nam) được World Bank dự báo sẽ tăng 7,5% yoy, đạt mức 595 USD/tấn, từ đó sẽ thúc đẩy người nhu cầu chăm bón cho cây trồng.

Biểu đồ 11: Dự báo giá gạo năm 2024F



Nguồn: World Bank, FPTS tổng hợp

III. YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

► **Chính sách thuế VAT 5% đối với phân bón được trình Quốc hội biểu quyết vào kỳ họp T10/2024 ([quay lại](#))**

Từ giai đoạn 2015 đến nay, sản phẩm phân bón nội địa được chuyển từ thuế 5% sang diện không chịu thuế GTGT theo luật 71/2014/QH13, điều này đã tạo ra những khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước do: (1) các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, khiến giá thành sản xuất gia tăng, (2) phần lớn phân bón nhập vào Việt Nam được các nước xuất khẩu xếp vào diện chịu thuế VAT, nên doanh nghiệp của họ đã được hoàn thuế đầu vào. Vì vậy, doanh nghiệp nước ngoài có lợi thế cạnh tranh về giá thành sản xuất so với các doanh nghiệp phân bón sản xuất trong nước.

Dự thảo Luật thuế GTGT sửa đổi đã được Bộ Tài Chính trình Quốc hội xem xét và cho ý kiến tại kỳ họp thứ 7 (diễn ra vào tháng 6/2024) và sẽ được biểu quyết thông qua tại kỳ họp thứ 8 (diễn ra vào tháng 10/2024). Trong đó có đề xuất đưa mặt hàng phân bón vào diện chịu thuế GTGT 5% thay vì không chịu thuế GTGT như hiện nay. Nếu được Quốc hội thông qua, chúng tôi cho rằng Luật thuế GTGT sửa đổi sẽ có hiệu lực kể từ năm 2025.

Trong trường hợp Luật thuế GTGT sửa đổi được thông qua, số thuế GTGT mà các doanh nghiệp phân bón phải nộp sẽ được tính như sau:

$$\text{Số thuế VAT phải nộp} = \text{Số thuế VAT đầu ra} - \text{Số thuế VAT đầu vào được khấu trừ}$$

► **Tác động đến DCM nếu luật thuế VAT được thông qua**

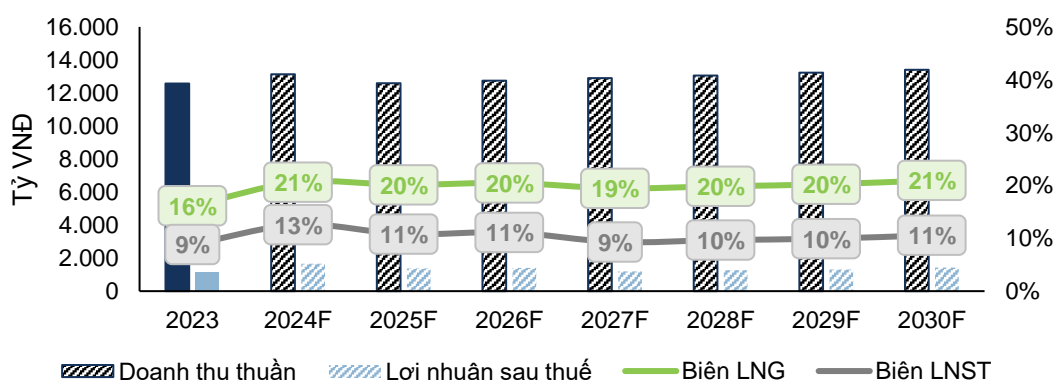
Do các loại nguyên liệu đầu vào chính của DCM là khí thiên nhiên có thuế suất thuế VAT đầu vào là 10% cao hơn thuế suất VAT đầu ra nếu được thông qua là 5%. Do đó, DCM sẽ được hưởng lợi từ phần chênh lệch giữa thuế thuế VAT đầu vào được khấu trừ và thuế VAT đầu ra phải nộp ([Phụ lục 2: Mức độ tác động của Luật thuế GTGT sửa đổi nếu được Quốc hội thông qua](#)). Chúng tôi hiện chưa đưa giả định trên vào mô hình định giá của mình do chưa chắc chắn về khả năng luật thuế GTGT được thông qua tại kì họp T10/2024.

Theo ước tính của chúng tôi, nếu luật thuế VAT được thông qua, DCM có thể được hoàn khoảng 150 - 200 tỷ đồng thuế GTGT đầu vào mỗi năm (tương ứng với 12 - 16% LNTT năm 2023 của DCM). Chúng tôi lưu ý việc thuế GTGT được thông qua sẽ khiến mức định giá của DCM cao hơn 7% so với mức định giá tại báo cáo này ([chi tiết](#)).

IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi cập nhật dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DCM giai đoạn 2024E – 2030F như sau:

Chỉ tiêu	Giả định
Màng Urê	
Sản lượng tiêu thụ	Sản lượng tiêu thụ Urê ước đạt 960 nghìn tấn (+2,3% yoy) trong năm 2024 nhờ: (1) sản lượng xuất khẩu gia tăng nhờ hưởng lợi từ chính sách hạn chế xuất khẩu Urê của Trung Quốc; (2) Sản lượng tiêu thụ nội địa cải thiện nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn và giá các loại nông sản chính của Việt Nam duy trì ở mức cao. Giai đoạn 2025 - 2030F chúng tôi dự phóng sản lượng Urê sẽ giảm về 900 nghìn tấn/năm do sản lượng xuất khẩu giảm về mức bình thường khi Trung Quốc xuất khẩu trở lại.
Giá bán	Giá bán Urê ước đạt 9.050 đồng/kg trong năm 2024, giảm -1,2% yoy theo đà giảm của giá Urê thế giới. Giai đoạn 2025 - 2030F, chúng tôi dự phóng giá Urê của DCM sẽ giảm về mức 8.900 đồng/kg.
Màng NPK	
Sản lượng tiêu thụ	Sản lượng tiêu thụ NPK ước đạt 230 nghìn tấn (+66% yoy) trong năm 2024 và 260 nghìn tấn trong năm 2025 nhờ đóng góp của nhà máy NPK Hàn Việt và nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước phục hồi. Trong giai đoạn 2026 – 2030F, sản lượng tiêu thụ NPK của DCM sẽ tăng trưởng chậm với CAGR = 2,7%/năm, đạt 297 nghìn tấn vào năm 2030F (tương ứng với hiệu suất đạt 40%) do thị trường NPK trong nước hiện tại đang dư thừa công suất và có mức độ cạnh tranh cao.
Giá bán	Giá bán NPK của DCM đạt ước đạt 10.800 đồng/kg (-7% yoy) trong năm 2024 và đi ngang trong giai đoạn 2025 – 2030F do giá các loại phân đơn đầu vào dự báo hạ nhiệt.
Màng Hóa chất	
Sản lượng tiêu thụ	Sản lượng tiêu thụ phân bón thương mại ước đạt 190 nghìn tấn (+4% yoy) trong năm 2024. Giai đoạn 2025 – 2030F, sản lượng tiêu thụ phân bón thương mại của DCM tăng trưởng với CAGR = 4,68%/năm, đạt 250 nghìn tấn vào năm 2030F do DCM tích cực mở rộng kho bãi để đẩy mạnh sản lượng phân bón thương mại
Giá bán	Giai đoạn 2024-2030F, giá bán phân bón thương mại được chúng tôi dự phóng đạt 8.200 đồng/kg (-31% yoy) trong năm 2024F và sau đó đi ngang trong giai đoạn trên.

Biểu đồ 12: Kết quả dự phóng doanh thu thuần, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của DPM


V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá DCM bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu DCM theo các phương pháp có mức bình quân là **39.000 VNĐ/cp**, cao hơn +3,4% so với mức giá đóng cửa ngày 4/10/2024. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

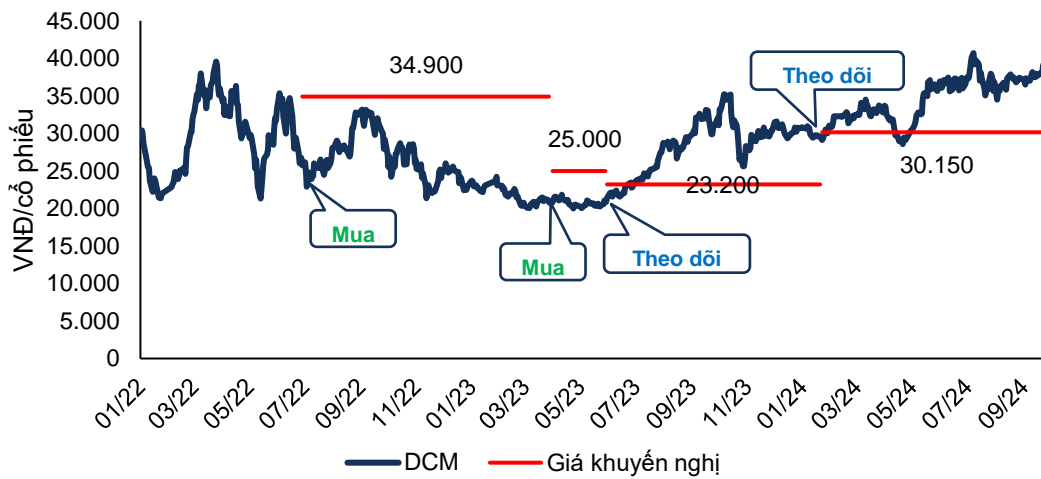
STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	38.900	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	39.100	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		39.000	

➤ Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T1/2023	T10/2024	Giả định mô hình	T1/2024	T7/2024
WACC 2024	15%	15%	Phần bù rủi ro	11,47%	10,34%
Chi phí sử dụng nợ	6,3%	1,8%	Hệ số Beta	1,03	1,33
Chi phí sử dụng vốn	15,3%	16,2%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,14%	2,35%	Thời gian dự phóng	6 năm	7 năm

➤ Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp và giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	10.903,9
(+) Tiền, tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn (Tỷ VNĐ)	10.526,4
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (Tỷ VNĐ)	848,8
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)	20.581,6
Số cổ phiếu lưu hành (Triệu cp)	529
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	38.900
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	20.691,6
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	39.100

Biểu đồ 13: Lịch sử khuyến nghị


STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị đã điều chỉnh	Báo cáo chi tiết
1	Mua	07/22	34.900	Báo cáo cập nhật định giá
2	Mua	04/23	25.000	Báo cáo cập nhật định giá
3	THEO DÕI	06/23	23.200	Báo cáo cập nhật tin tức
4	THEO DÕI	01/24	30.150	Báo cáo cập nhật định giá

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Hoạt động kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	15.925	12.571	12.854	12.547
Giá vốn hàng bán	(10.221)	(10.539)	(10.195)	(10.045)
Lợi nhuận gộp	5.703	2.032	2.659	2.502
Chi phí bán hàng	(698)	(801)	(819)	(799)
Chi phí QLDN	(653)	(549)	(561)	(548)
Lợi nhuận thuần HĐKD	4.353	683	1.280	1.155
(Lỗ)/lãi HĐTC	251	560	324	358
Lợi nhuận khác	3	22	190	22
EBIT	4.607	1.265	1.794	1.536
Chi phí lãi vay	(10)	(10)	(16)	(21)
LNTT	4.596	1.255	1.777	1.515
Thuế TNDN	(275)	(145)	(222)	(189)
LNST	4.321	1.110	1.555	1.326
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.127	1.250	1.751	1.493
LNST của cổ đông CT Mẹ	4.316	1.109	1.553	1.324
EPS (đ)	7.701	1.797	2.934	2.502

Khả năng sinh lời	2022A	2023A	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35,8%	16,2%	20,7%	19,9%
Tỷ suất LNST	27,1%	8,8%	12,1%	10,6%
ROE DuPont	47,9%	10,8%	14,5%	11,7%
ROA DuPont	34,2%	7,5%	9,7%	8,0%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	28,9%	10,1%	14,0%	12,2%
LNTT / EBIT	99,8%	99,2%	99,1%	98,7%
LNST/LNTT	93,9%	88,4%	87,4%	87,4%
Vòng quay tổng tài sản	1,3x	0,9x	0,8x	0,8x
Đòn bẩy tài chính	1,4x	1,4x	1,5x	1,5x

Chỉ số hiệu quả vận hành	2022A	2023A	2024F	2025F
Thời gian luân chuyển tiền	(2,5)	(17,2)	(30,9)	(30,2)
Số ngày phải thu	4,3	8,0	10,5	10,8
Số ngày tồn kho	80,1	76,9	76,1	75,4
Số ngày phải trả	86,9	102,2	117,5	116,4
COGS / Hàng tồn kho	4,6x	4,6x	4,7x	4,8x

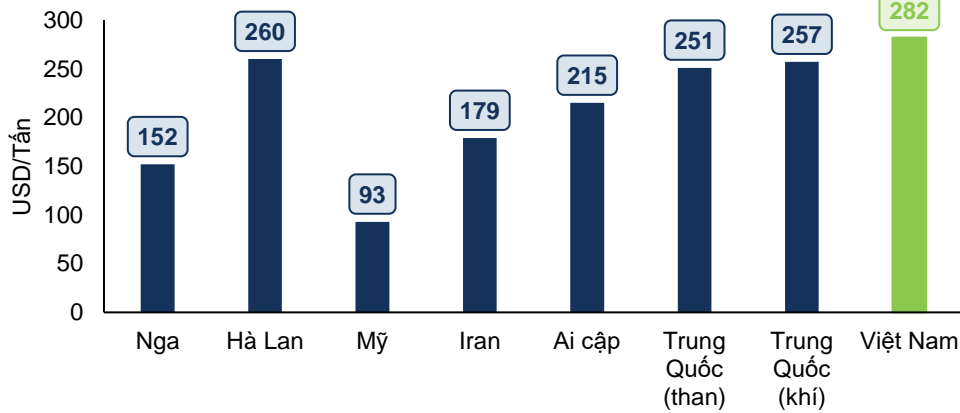
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023A	2024F	2025F
CS thanh toán hiện hành	4,0x	3,0x	3,3x	3,3x
CS thanh toán nhanh	3,2x	2,5x	2,8x	2,9x
CS thanh toán tiền mặt	3,1x	2,3x	2,7x	2,7x
Nợ / Tài sản	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
Nợ / Vốn CSH	0,3x	0,5x	0,5x	0,5x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,3x	0,5x	0,4x	0,4x
Nợ dài hạn /VCSH	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Khả năng TT lãi vay	448,3x	124,6x	108,7x	74,3x

Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024F	2025F
Tài sản				
Tiền, TĐT, ĐTTC	8.938	10.526	11.579	11.511
Các khoản phải thu	188	366	374	365
Hàng tồn kho	2.283	2.161	2.090	2.059
Tài sản ngắn hạn khác	216	452	437	431
Tổng tài sản ngắn hạn	11.624	13.504	14.480	14.366
Tài sản CDHH	2.207	1.600	2.177	1.895
Nguyên giá	15.449	15.930	16.839	16.916
Khấu hao lũy kế	(13.243)	(14.330)	(14.663)	(15.020)
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	303	45	46	45
Xây dựng cơ bản dở dang	33	88	88	88
Tổng tài sản dài hạn	2.543	1.733	2.311	2.028
Tổng Tài sản	14.167	15.238	16.791	16.394

Nợ & Vốn chủ sở hữu	2022A	2023A	2024F	2025F
Vay và nợ ngắn hạn	3	846	797	789
Các khoản phải trả	2.565	3.336	3.227	3.180
Quỹ khen thưởng	307	336	336	335
Nợ ngắn hạn	2.874	4.517	4.360	4.304
Vay và nợ dài hạn	1	3	183	120
Phải trả dài hạn khác	686	754	730	719
Nợ dài hạn	687	757	913	839
Tổng nợ	3.561	5.275	5.272	5.143
Vốn góp chủ sở hữu	5.294	5.294	5.294	5.294
Thặng dư	-	-	-	-
LN chưa phân phối	3.018	2.045	3.598	3.334
Các khoản khác	2.264	2.597	2.597	2.592
Lợi ích cổ đông thiểu số	29	28	29	31
Vốn chủ sở hữu	10.605	9.963	11.518	11.251
Tổng cộng nguồn vốn	14.167	15.238	16.791	16.394

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F
Lợi nhuận sau thuế	4.302	1.101	1.555	1.326
Tiền từ hoạt động KD	5.732	2.313	1.830	1.667
Tiền từ hđ đầu tư	(2.385)	(1.469)	(909)	(76)
Tiền từ hoạt động TC	(1.631)	(754)	131	(1.659)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.716	90	1.052	(68)

VII. PHỤ LỤC
Phụ lục 1: Chi phí sản xuất Urê của một số khu vực trên thế giới tại tháng 4/2024 ([Quay lại](#))

Biểu đồ 14: Chi phí sản xuất Urê của một số khu vực chính tại thời điểm T4/2024

Nguồn: Argus, FPTS tổng hợp và ước tính
Phụ lục 2: Mức độ tác động của Luật thuế GTGT sửa đổi nếu được Quốc hội thông qua ([Quay lại](#))

Bảng 2: Mức độ tác động của Luật thuế GTGT sửa đổi nếu được Quốc hội thông qua

Sản phẩm	Doanh nghiệp	Thuế suất GTGT đầu ra (nếu được thông qua)	Nguyên liệu đầu vào	Thuế suất GTGT đầu vào (có thể được khấu trừ)
Phân Urê	DCM, DCM, DHB, Đạm Ninh Bình	5%	Than	10%
			Khí thiên nhiên	10%
Phân Lân	LAS, SFG, VAF, NFC, DDV, DGC	5%	Quặng Apatit	5%
			Lưu huỳnh	10%
Phân NPK	BFC, LAS, DPM*, DCM	5%	Phân Urê/SA	5%
			Phân Lân/MAP/DAP	5%
			Phân Kali	5%

Nguồn: FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu DCM, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888