

CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX: DCM)
Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm phân tích

Email: nhanndt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7580

Giá tại ngày 19/01/2024 (đồng/cp):	31.350	Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp):	31.750	THEO DÕI
Chênh lệch:	+1,3%	

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Giám đốc phân tích đầu tư

TIỀM NĂNG ĐÃ ĐƯỢC PHẢN ÁNH HẾT VÀO GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DCM – CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của DCM là **31.750 đồng/cp**, cao hơn 1,3% so với mức giá đóng cửa ngày 19/01/2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu DCM bởi chúng tôi cho rằng triển vọng của DCM đã phản ánh hoàn toàn vào giá cổ phiếu. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu DCM ở mức giá 26.100 đồng/cp (tương ứng với tỷ suất sinh lời kỳ vọng 20%), dựa vào các luận điểm ở dưới đây:

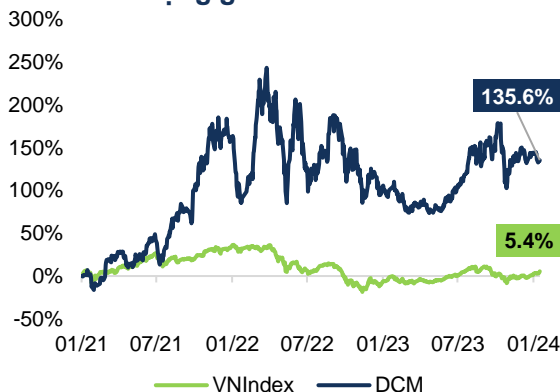
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

➤ **Biên lợi nhuận gộp mảng Urê dự kiến cải thiện 11,5 đpt YoY nhờ nhà máy Urê hết khấu hao từ T09/2023**

Năm 2024, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng Urê đạt 29,2% (+11,5 đpt YoY), chủ yếu do nhà máy Urê của DCM (Đạm Cà Mau) hết khấu hao kể từ cuối T09/2023 giúp tiết kiệm ~874 tỷ đồng trong năm 2024 so với năm 2023. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng tác động từ giá bán Urê tăng +2,3% YoY và giá khí đầu vào tăng +2,3% YoY không ảnh hưởng đáng kể lên biên lợi nhuận gộp mảng Urê của DCM năm 2024. Chúng tôi ước tính giá Urê của DCM tăng lên mức 8.900 đồng/kg (+2,3% YoY), cao hơn 10% so với giá Urê thế giới. Bên cạnh đó, giá khí đầu vào năm 2024 ước tính đạt 9,71 USD/mmBTU (+2,3% YoY), dựa trên (1) tỷ trọng nguồn khí mua bổ sung từ Petronas sẽ tăng từ mức 46% năm 2023 lên mức 49% năm 2024 và (2) giá dầu Brent và FO dự báo đạt lần lượt 82,5 USD/thùng (+0,1% YoY) và 449,9 USD/tấn (+1,3% YoY) ([Chi tiết](#)).

➤ **Triển vọng mảng NPK tích cực từ thương vụ M&A với KVF**

Trong Q1/2024, DCM dự kiến sẽ M&A công ty TNHH Phân bón Hàn-Việt (KVF) có CSTK phân NPK 360 nghìn tấn/năm, với TMĐT khoảng 600 tỷ đồng, trong đó 30% được tài trợ bằng vốn vay. Vụ thầu tóm này sẽ giúp (1) gia tăng năng lực sản xuất phân NPK (CSTK tăng 120% lên mức 660 nghìn tấn/năm) và mở rộng thị trường sang khu vực Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên khi nhà máy NPK của KVF có lợi thế gần cảng, thuận tiện việc thâm nhập các thị trường xa hơn và (2) tận dụng diện tích kho bãi lớn của KVF giúp tiết giảm chi phí lưu kho và gia tăng sự linh hoạt trong việc lưu trữ nguyên liệu đầu vào để sản xuất NPK và các sản phẩm tự doanh. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ NPK của DCM sẽ tăng từ mức 325 nghìn tấn trong năm 2024 khi nhà máy NPK của KVF đi vào hoạt động lên mức 550 nghìn tấn trong năm 2029 (CAGR = +11,1%/năm) ([Chi tiết](#)).

Biến động giá DCM và VNIndex

Thông tin giao dịch 19/01/2024

Giá hiện tại (đồng/cp)	31.350
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	37.100
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	21.068
Số lượng CP niêm yết (cp)	529.400.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	529.400.000
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	2.393.855
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.596,7
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	3.050
P/E trailing 12 tháng (lần)	10,28x

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

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TRIỂN VỌNG

1. Màng Urê – Biên lợi nhuận gộp cải thiện +11,5 đpt YoY nhờ nhà máy Urê hết khấu hao [\(Quay lại\)](#)

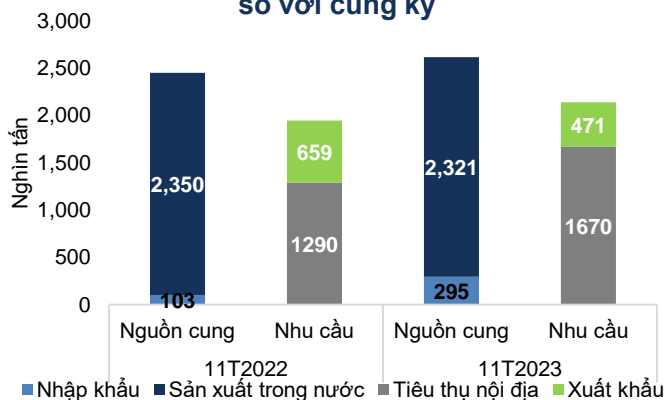
► Sản lượng tiêu thụ năm 2024 dự kiến tăng trưởng nhẹ +2,8% YoY

Theo Agromonitor, nhu cầu phân Urê tại Việt Nam (bao gồm tiêu thụ trong nước và xuất khẩu) trong 11T2023 ước đạt 2,14 triệu tấn (+9,9% YoY), chủ yếu nhờ nhu cầu tiêu thụ trong nước hồi phục mạnh +29,5% YoY khi khả năng chi trả phân bón được cải thiện. Trong đó, khả năng chi trả cải thiện đến từ diễn biến trái chiều giữa giá Urê (-37,2% YoY trong 11T2023) và giá gạo (+27,8% YoY trong 11T2023) - sản phẩm nông sản chính của Việt Nam [\(Xem thêm Phụ lục 1: Diễn biến giá Urê Cà Mau và giá gạo tằm 5% Việt Nam\)](#). Ngược lại, sản lượng xuất khẩu Urê suy giảm mạnh -28,5% YoY chủ yếu do (1) giá phân Urê bán buôn trong nước cao hơn ~22,7% so với giá xuất khẩu trong năm 2023 (giá Urê nội địa thường cao hơn so với FOB thế giới khi giá ở mức dưới 600 USD/tấn) và (2) nhu cầu tiêu thụ trong nước cải thiện. Mặc dù nhu cầu có sự tăng trưởng nhanh chóng, tình trạng dư cung phân Urê trong 11T2023 vẫn tiếp diễn, tuy nhiên ở mức độ nhẹ hơn khi chênh lệch cung-cầu được thu hẹp lại - 5,7% YoY, đạt 475 nghìn tấn.

Đối với DCM, tình hình tiêu thụ có diễn biến tương tự so với ngành, với sản lượng tiêu thụ Urê trong 9T2023 đạt 723,8 nghìn tấn (+11,9% YoY), trong đó xuất khẩu ước đạt 240,8 nghìn tấn (-19,5% YoY) và tiêu thụ trong nước đạt 483,1 nghìn tấn (+39,0% YoY). Năm 2023, sản lượng tiêu thụ Urê của DCM ước đạt 866 nghìn tấn (-1,5% YoY) do nhu cầu nội địa và xuất khẩu suy yếu trong T10 & T11, với tổng sản lượng tiêu thụ chỉ đạt ~74 nghìn tấn (8,6% trong tổng lượng tiêu thụ năm 2023) trong khi quý 4 thường là mùa cao điểm về nhu cầu tiêu thụ.

Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urê trong năm 2024 sẽ đạt 890 nghìn (+2,8% YoY) và đi ngang trong giai đoạn trên, nhờ nhà máy Urê có thể chạy ổn định ở mức 115% CSTK (tương đương 920 nghìn tấn/năm) trong dài hạn.

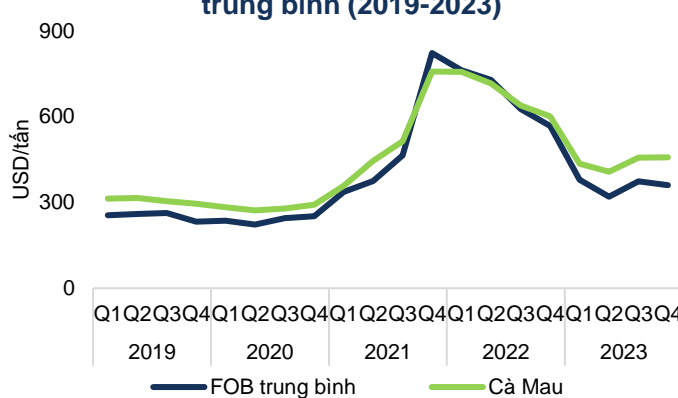
Cán cân cung-cầu Urê nội địa 11T2023 so với cùng kỳ



* Urê FOB trung bình được lấy từ trung bình giá Urê FOB của 4 thị trường Mỹ, Trung Đông, Ai Cập, Biển Đen

Nguồn: Agromonitor, Bloomberg, Bộ Công Thương, FPTS tổng hợp

Giá Urê Cà Mau bán buôn và Urê FOB trung bình (2019-2023)



► Giá khí đầu vào năm 2024 ước tính tăng nhẹ +2,3% YoY dựa trên thay đổi tỷ lệ phân bổ nguồn khí

Hiện nay, cụm Khí - Điện - Đạm¹ (KĐĐ) chỉ sử dụng 1 nguồn khí duy nhất từ mỏ khí PM3-CAA-Cái Nước (bao gồm Lô PM3-CAA và Lô 46-Cái Nước) thuộc bể Malay - Thổ Chu. Do mỏ khí này nằm trong vùng chông lán giữa Việt Nam và Malaysia, sản lượng khai thác mỗi bên nhận được sẽ phụ thuộc vào Hiệp định phân chia quyền lợi giữa Việt Nam – Malaysia, theo đó PVN (Việt Nam) và Petronas (Malaysia) mỗi bên sẽ được nhận 50% sản lượng khí và đã đạt cân bằng² kể từ ngày 12/10/2019. Tuy nhiên, sau thời điểm cân bằng, nhu cầu sử dụng khí của cụm KĐĐ lớn hơn so với sản lượng mà PVN thỏa thuận khai thác từ mỏ khí PM3-CAA-Cái Nước, do đó PVN đã ký

¹ Cụm Khí - Điện - Đạm gồm 4 nhà máy Điện Cà Mau 1, Điện Cà Mau 2, Đạm Cà Mau và Chế biến khí GPP Cà Mau

² Thời điểm cân bằng: Thời điểm mà Petronas trả hết toàn bộ lượng khí đã nhận thay cho PVN trước đó và kể từ đó mỗi bên sẽ nhận được 50% sản lượng khai thác. Do thời điểm ban đầu, nhu cầu khí tại cụm Khí - Điện - Đạm còn thấp nên Petronas đã nhận trước phần khí chưa dùng hết của PVN cho cụm KĐĐ. Sau một thời gian các nhà máy trong cụm KĐĐ dần đi vào hoạt động và gia tăng công suất, nhu cầu sử dụng khí tại cụm KĐĐ cũng tăng theo nhanh chóng. Để đáp ứng đủ nhu cầu trên, Petronas phải trả lại phần khí đã nhận thay cho PVN trước đó và thời điểm hoàn trả hết là ngày 12/10/2019 (thời điểm đạt cân bằng).

thêm hợp đồng mua bổ sung nguồn khí của Petronas kể từ ngày 29/02/2020. Kèm theo đó, PVN cũng ban hành nguyên tắc phân bổ khí tại Cà Mau dựa theo Nghị quyết số 663/HĐTV-DKVN, trong đó quy định cụ thể cơ cấu nguồn khí sử dụng của Nhà máy Đạm Cà Mau, gồm có 90% lượng khí tiêu thụ từ khí PM3-CAA theo quyền nhận của PVN, 10% còn lại mua bổ sung từ Petronas. Giá khí cụ thể của 2 nguồn này như sau:

(1) Giá khí thuộc quyền nhận của PVN từ mỏ PM3-CAA-Cái Nước: 46%*HSFO trong giai đoạn 01/01/2019-31/12/2027;

(2) Giá khí mua bổ sung từ Petronas: 12,7%*Brent trong giai đoạn 29/02/2020-31/12/2026 và 13,7%*Brent trong giai đoạn 01/01/2027-31/12/2031.

Như vậy, kể từ năm 2020, DCM hưởng lợi đáng kể từ nguyên tắc phân bổ khí như trên bởi (1) việc cố định tỷ trọng nguồn khí mua theo quyền nhận của PVN ở mức cao 90% và (2) giá khí mua theo quyền nhận của PVN ước tính chỉ bằng 1/2 so với giá khí mua bổ sung từ Petronas. Trong khi đó, các nhà máy khác (Điện Cà Mau 1&2 và GPP Cà Mau) trong cụm KĐĐ phải phân bổ theo tỷ trọng tiêu thụ khí thực tế theo quyền nhận của PVN, phần còn thiếu sẽ mua bổ sung từ Petronas. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nguồn khí mua bổ sung từ Petronas của các nhà máy khác trong cụm KĐĐ thường cao hơn so với mức cố định 10% của nhà máy Đạm Cà Mau, dẫn đến chi phí khí trung bình của các nhà máy này sẽ cao hơn so với nhà máy Đạm Cà Mau.

Tuy nhiên, kể từ năm 2022, nguyên tắc phân bổ khí được thay đổi dựa theo Nghị quyết số 2833/NQ-DKVN ban hành ngày 27/05/2022, trong đó quy định khí thuộc quyền nhận của PVN sẽ được phân bổ theo tỷ trọng tiêu thụ thực tế của cả cụm KĐĐ tại Cà Mau, áp dụng từ ngày 01/01/2022. Điều này khiến cơ cấu nguồn khí sử dụng giữa các nhà máy trong cụm KĐĐ là như nhau, không phân biệt nhà máy Đạm với các nhà máy khác như trước đây. Điều này là cần thiết khi (1) DCM đã trả hết nợ vay cho dự án Đạm Cà Mau và (2) đảm bảo hài hòa lợi ích giữa các nhà máy trong cụm KĐĐ.

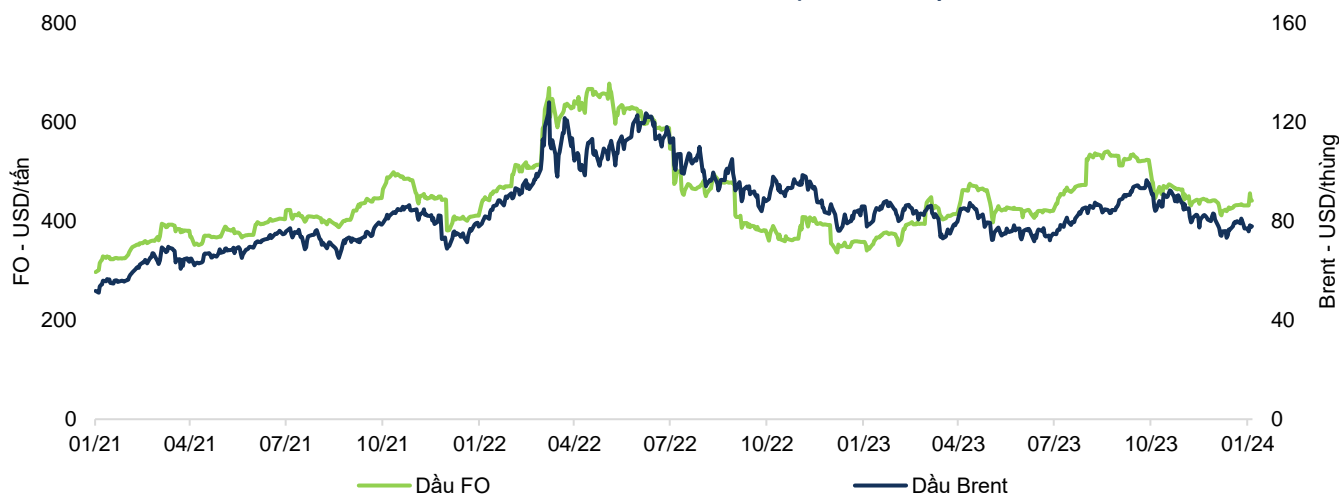
Hiện nguồn khí theo quyền nhận của PVN chỉ đạt khoảng 1 tỷ m³/năm, chiếm khoảng 44% trong tổng nhu cầu tối đa của cụm KĐĐ là 2,26 tỷ m³ khí/năm (bao gồm 550 triệu m³ khí của nhà máy Đạm, 1.550 triệu m³ khí từ 2 nhà máy Điện Cà Mau 1 & 2, và 160 triệu m³ khí từ nhà máy GPP Cà Mau). Tuy nhiên, mức nhu cầu tối đa được tính dựa trên kịch bản 2 nhà máy điện chạy 100% CSTK, trong khi mức công suất vận hành trung bình của các nhà máy điện này chỉ ở mức thấp ~ 60-65% CSTK. Theo đó, PVN đánh giá rằng tỷ lệ giữa nguồn khí theo quyền nhận của PVN và mua bổ sung từ Petronas trong dài hạn sẽ tối đa (nguồn mua bổ sung) ở quanh mức 50/50, thay vì theo tỷ lệ lý thuyết là 44/56.

Trong giai đoạn 2022-T09/2023, PVN vẫn xuất hóa đơn theo tỷ lệ phân bổ cũ 90/10 giữa lượng khí theo quyền nhận của PVN và mua bổ sung từ Petronas. Mặc dù vậy, DCM đã quyết định trích thêm chi phí giá khí lên mức tỷ lệ thận trọng 50/50 để phản ánh chính xác hơn so với tỷ lệ tiêu thụ thực tế, làm phát sinh ~1.300 tỷ đồng khoản dự phòng phải trả tiền khí (phần chênh lệch giá khí lũy kế giữa 2 tỷ lệ phân bổ 10/90 và 50/50 trong giai đoạn 2022-Q3/2023). Sau T09/2023, PVN đã điều chỉnh lại hóa đơn giá khí theo tỷ lệ 50/50 như DCM đang tạm trích nên cách tính chi phí giá khí trong giá vốn mảng Urê của DCM trước và sau thời điểm T09/2023 là như nhau, chỉ khác nhau ở cách trình bày trên bảng cân đối kế toán (ghi nhận vào phải trả người bán thay vì dự phòng phải trả). Thông thường, PVN sẽ thực hiện quyết toán lại giá khí sau năm tài chính và sẽ điều chỉnh lại trong báo cáo kiểm toán năm, dựa trên tỷ lệ phân bổ thực tế của cả cụm KĐĐ, và chúng tôi cho rằng DCM sẽ được hoàn lại 1 phần giá khí bởi giá khí trong năm được trích theo tỷ lệ thận trọng hơn so với tỷ lệ tiêu thụ thực tế. Tuy nhiên, năm 2022 là 1 ngoại lệ khi PVN chậm trễ trong việc quyết toán giá khí do gặp phải vướng mắc về các điều khoản trong hợp đồng mua khí với Petronas, do đó giá khí năm 2022 sẽ được hoàn nhập lại trong năm 2023, ước tính ~40 tỷ đồng.

Giai đoạn 2023-2029F, giá khí sẽ được chúng tôi dự phóng dựa trên tỷ lệ phân bổ thực tế mà chúng tôi ước tính, không phải theo tỷ lệ tạm trích trong năm (50/50). Năm 2023, giá khí đầu vào (sau VAT) của DCM ước tính đạt 9,48 USD/mmBTU (-2,2% YoY), dựa trên tỷ lệ phân bổ thực tế ước tính 54/46. **Năm 2024, chúng tôi ước tính giá khí đầu vào của DCM năm 2024 đạt 9,71 USD/mmBTU (+2,3% YoY)**, dựa trên (1) tỷ trọng nguồn khí mua bổ sung từ Petronas sẽ tăng từ mức 46% năm 2023 lên mức 49% năm 2024 do ảnh hưởng không hạn của El Nino sẽ làm sản lượng thủy điện sụt giảm, từ đó thúc đẩy nhu cầu huy động từ các nhà máy nhiệt điện và (2) giá dầu Brent và FO dự báo đạt lần lượt 82,5 USD/thùng (+0,1% YoY) và 449,9 USD/tấn (+1,3% YoY). Chúng tôi xây dựng dự phóng giá khí giai đoạn 2024–2029F dựa trên các giả định sau:

➤ Giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu Brent được dự báo bởi EIA và Fitch Solutions.

Giá dầu thô Brent trung bình đạt 78 USD/thùng trong T12/2023, giảm 5 USD/thùng so với T11/2023 do những lo ngại về tăng trưởng nhu cầu và gia tăng tồn kho dầu toàn cầu (ước tính tăng 0,8 triệu thùng/ngày trong Q4/2023), bất chấp đợt cắt giảm sản lượng mới nhất của OPEC+ được công bố vào 30/11/2023. Theo đó, EIA kỳ vọng rằng việc cắt giảm sản lượng của OPEC+ sẽ làm giảm tồn kho dầu toàn cầu trung bình 0,8 triệu thùng/ngày trong Q1/2024, thúc đẩy giá dầu Brent đạt đỉnh 85 USD/thùng trong T03/2024. Trong giai đoạn còn lại của năm 2024, EIA cho rằng cán cân cung cầu tương đối cân bằng hơn khiến giá dầu Brent giảm xuống mức 81 USD/thùng vào T12/2024, trước khi tồn kho dầu dự kiến sẽ tăng trở lại vào năm 2025 gây áp lực giảm giá dầu Brent xuống dưới mức 80 USD/thùng trong 2H2025. Như vậy, EIA dự báo giá dầu thô Brent năm 2024 sẽ đạt trung bình 82,5 USD/thùng (xấp xỉ năm 2023), trước khi giảm về mức 79,5 USD/thùng (-3,7% YoY) trong năm 2025. Trong giai đoạn 2026-2029F, chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ đạt mức 81 USD/thùng theo dự báo của Fitch Solutions.

Giá dầu thô Brent và dầu FO (2021-2024)


Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

- Phí vận chuyển và phân phối khí các năm tiếp theo giữ mức cố định 1,09 USD/mmBTU.
- Tỷ trọng mua bổ sung từ Petronas năm 2024 đạt 49% và đi ngang trong giai đoạn dự báo.

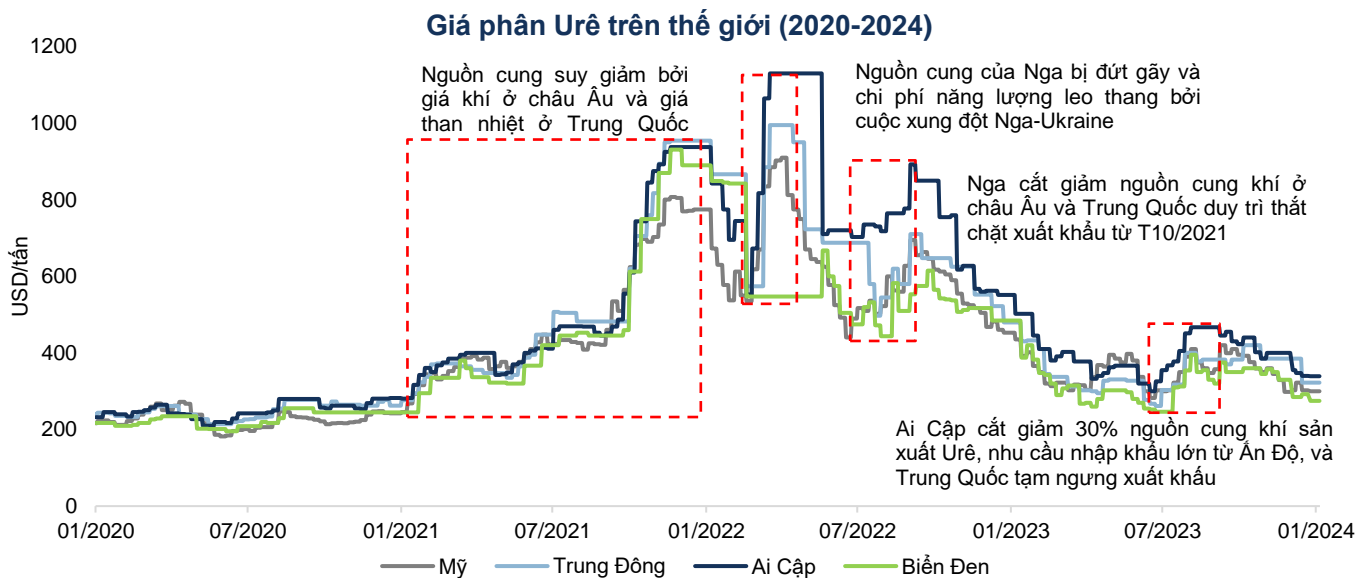
Bảng 1: Kịch bản dự phóng giá khí đầu vào của DCM giai đoạn 2024–2029F

Dự phóng cơ sở	2021	2022	2023E	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Giá dầu Brent (USD/thùng)	70,9	100,9	82,4	82,5	79,5	81,0	81,0	81,0	81,0
Giá khí mua bổ sung từ Petronas (USD/mmBTU)	9,00	12,82	10,46	10,48	10,10	10,29	11,10	11,10	11,10
Tỷ trọng mua ngoài từ Petronas (%)	10,0%	28,5%	46,0%	49,0%	49,0%	49,0%	49,0%	49,0%	49,0%
Giá dầu FO (USD/tấn)	415,3	502,4	444,3	449,9	434,3	442,1	442,1	442,1	442,1
Giá khí mua theo quyền nhận từ PVN (USD/mmBTU)	4,70	5,69	5,03	5,10	4,92	5,01	5,01	5,01	5,01
Tỷ trọng mua theo quyền nhận từ PVN (%)	90,0%	71,5%	54,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%
Giá khí (trước chi phí vận chuyển và VAT)	5,13	7,72	7,54	7,73	7,46	7,60	7,99	7,99	7,99
Phí vận chuyển (USD/mmBTU)	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Giá khí (bao gồm VAT)	6,85	9,70	9,48	9,71	9,40	9,55	9,99	9,99	9,99
Biến động giá khí (% YoY)		+41,6%	-2,2%	+2,3%	-3,1%	+1,6%	+4,6%	0,0%	0,0%

Nguồn: EIA, Fitch Solutions, DCM, FPTS ước tính và dự phóng

► **Giá Urê năm 2024 dự kiến tăng nhẹ +2,3% YoY nhờ giá Urê nội địa kỳ vọng vẫn cao hơn so với thế giới**

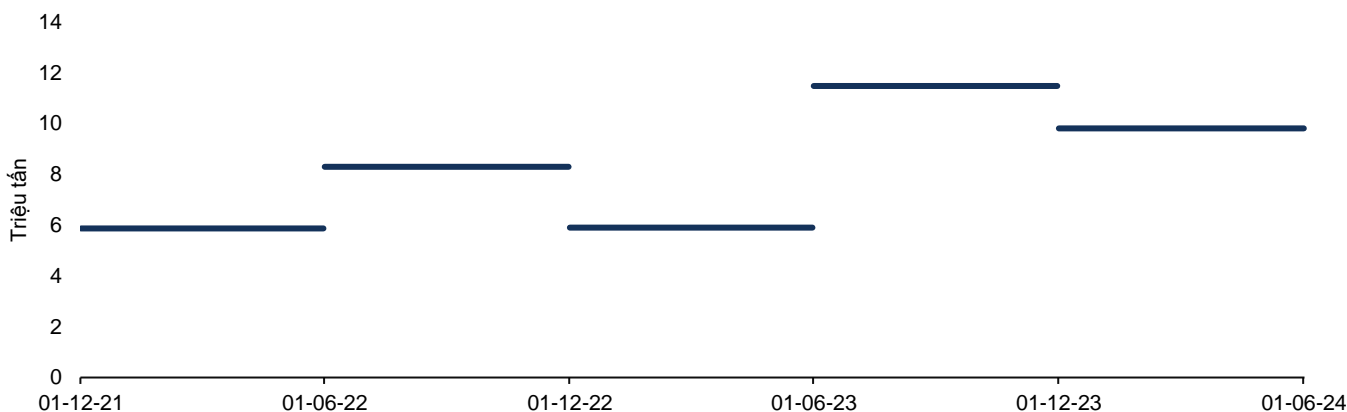
Chúng tôi nhận thấy giá Urê thế giới đã tăng cao với mức biến động lớn trong giai đoạn 2021-2023 do xảy ra chênh lệch cung cầu trong ngắn hạn, gây ra bởi các yếu tố bất định như các chính sách thương mại phân bón, chi phí năng lượng, đứt gãy chuỗi cung ứng, v.v. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chênh lệch cung cầu trong ngắn hạn sẽ không còn tiếp diễn trong năm 2024 như trong giai đoạn 2021-2023, bởi (1) nguồn cung xuất khẩu của Nga (top 1 xuất khẩu Urê) và Trung Quốc (top 2 xuất khẩu Urê) được nới lỏng hơn và (2) nhu cầu nhập khẩu tại Ấn Độ (top 2 nhập khẩu Urê) giảm dần.



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

Đối với Nga, quốc gia này sẽ nới lỏng xuất khẩu hơn trong năm 2024 bởi chúng tôi nhận thấy hạn ngạch xuất khẩu phân đạm (trong đó Urê thường chiếm khoảng 60-80%) của Nga trong giai đoạn 01/12/2023-31/05/2024 tăng cao +66,3% YoY, đạt mức 9,81 triệu tấn. Bên cạnh hạn ngạch xuất khẩu, Nga vẫn duy trì chính sách áp thuế xuất khẩu phân bón, tuy nhiên chúng tôi cho rằng chính sách thuế xuất khẩu mới của Nga chỉ nhằm mục đích gia tăng nguồn thu ngân sách nhà nước và không có tác động quá đáng kể lên nguồn cung xuất khẩu của Nga hay giá Urê trên thế giới. Cụ thể, Nga đang áp dụng mức thuế xuất khẩu phân bón 7% nếu tỷ giá RUB/USD nhỏ hơn 80, và 10% trong trường hợp ngược lại, có hiệu lực trong giai đoạn 01/09/2023-31/12/2024. Ngoài ra, mức thuế trên phải đạt tối thiểu 1.100 RUB/tấn (~11,4 USD/tấn) đối với phân đạm. Trước khi áp dụng chính sách này, Nga đã áp dụng mức thuế xuất khẩu phân bón 23,5% trên phần cao hơn của giá xuất khẩu so với giá tham chiếu 450 USD/tấn kể từ đầu năm 2023. Tuy nhiên, chính sách này ảnh hưởng lớn đến nguồn thu ngân sách của Nga khi giá phân bón trong năm 2023 hầu hết ở mức dưới 450 USD/tấn.

Hạn ngạch xuất khẩu phân đạm của Nga (2021-2024)

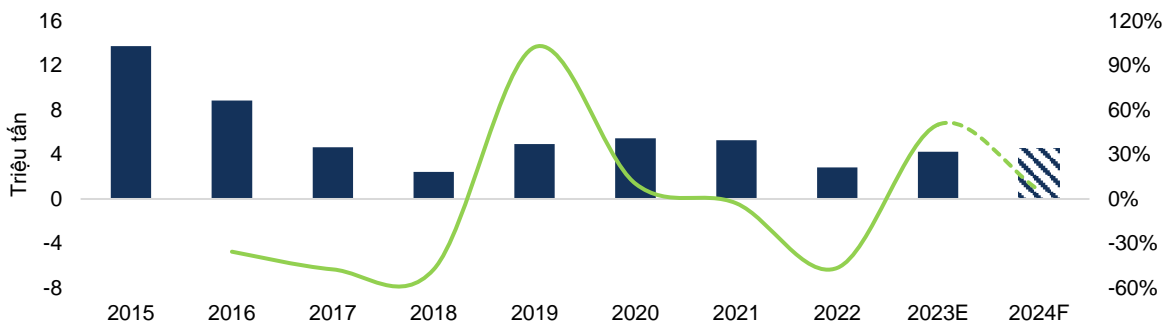


Nguồn: FPTS tổng hợp

Đối với Trung Quốc, chúng tôi cho rằng sản lượng xuất khẩu Urê năm 2024 dự kiến sẽ cải thiện +5,9% YoY, lên mức 4,5 triệu tấn, dựa trên đề xuất về chính sách xuất khẩu năm 2024 của Trung Quốc giữa 15 công ty kinh

doanh phân bón, Hiệp hội Sản xuất Phương tiện Nông nghiệp Trung Quốc (CAMPA) và Ủy ban Cải cách và Phát triển Quốc gia (NDRC). Trong đó, các bên nhất trí với (1) mức hạn ngạch xuất khẩu ~1 triệu tấn trong năm 2024 cho các thương nhân có sẵn hàng ở cảng để xuất khẩu, và (2) mức hạn ngạch xuất khẩu 3-4 triệu tấn dự kiến sẽ được áp dụng cho các nhà sản xuất phân bón. Tuy nhiên, mức này vẫn thấp hơn 30,6% so với mức trung bình giai đoạn 2015-2021 (trước khi thực hiện chính sách thắt chặt xuất khẩu kể từ T10/2021) khi chính phủ Trung Quốc dự kiến vẫn duy trì thắt chặt xuất khẩu trong trung hạn, do (1) chính sách kiểm soát về môi trường và (2) ưu tiên đảm bảo nhu cầu tiêu thụ trong nước.

Sản lượng xuất khẩu phân Urê của Trung Quốc (2015-2024F)



Nguồn: Tổng Cục Hải Quan Trung Quốc, OCI Global, FPTTS tổng hợp và dự phóng

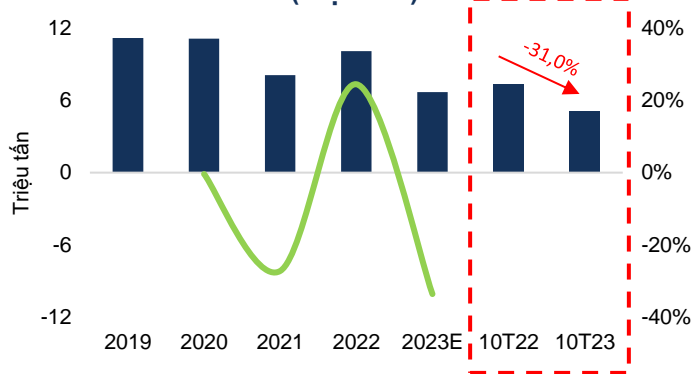
Đối với Ấn Độ, chúng tôi cho rằng nhu cầu nhập khẩu Urê sẽ ngày càng suy giảm do nguồn cung trong nước gia tăng, với mục đích nhằm chấm dứt sự phụ thuộc vào nhập khẩu kể từ năm 2025. Theo đó, Ấn Độ sẽ đưa vào 5 nhà máy phân bón mới (mỗi nhà máy có CSTK 1,27 triệu tấn/năm) trong giai đoạn 2020-2025, gia tăng tổng CSTK 6,35 triệu tấn Urê/năm. Trong đó, 4/5 nhà máy đã đưa vào vận hành trong giai đoạn 2021-2022, 1 nhà máy còn lại dự kiến sẽ đi vào vận hành trong Q4/2024. Chúng tôi nhận thấy sản lượng nhập khẩu của Ấn Độ đã suy giảm mạnh -31,0% YoY trong 10T2023 khi các nhà máy mới bắt đầu gia tăng công suất và vận hành ổn định hơn. Theo ước tính của OCI Global, sản lượng nhập khẩu của Ấn Độ năm 2023 ước đạt 6,7 triệu tấn (-33,7% YoY).

Thông tin chi tiết về 5 dự án phân bón tại Ấn Độ

Doanh nghiệp	Địa điểm	Công suất (triệu tấn)	Thời gian vận hành
RFCL	Telangana	1,27	T03/2021
HURL	Gorakhpur	1,27	T05/2022
HURL	Barauni	1,27	T10/2022
HURL	Sindri	1,27	T11/2022

TFL Talcher 1,27 T10/2024

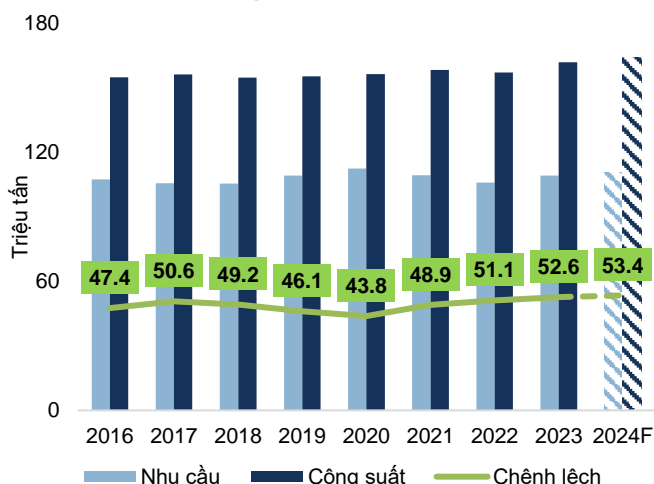
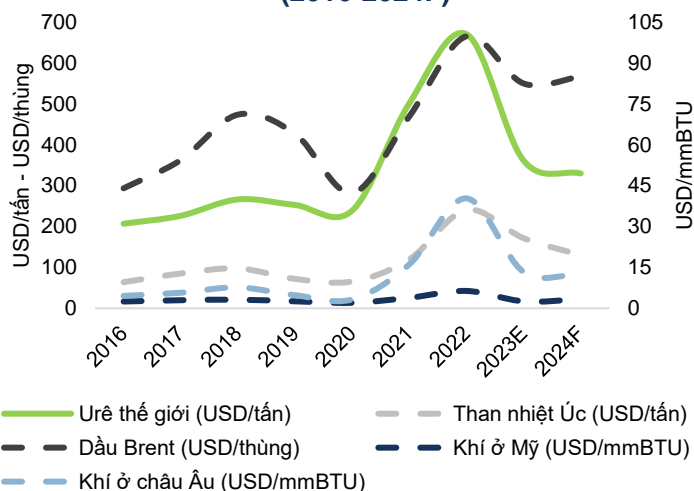
Sản lượng nhập khẩu Urê của Ấn Độ (triệu tấn)



* HS Code của Urê là 31021000

Nguồn: Bộ Thương mại Ấn Độ, Argus, OCI Global

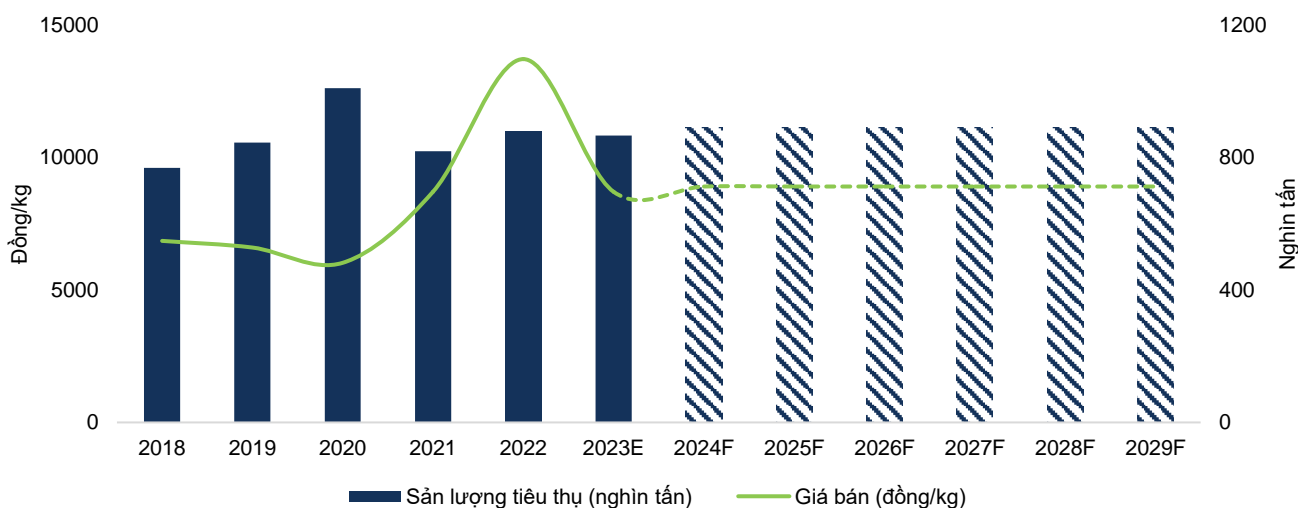
Năm 2024, chúng tôi dự báo giá phân Urê thế giới (trung bình 4 thị trường Mỹ, Trung Đông, Ai Cập, Biển Đen) sẽ đạt 330 USD/tấn, sụt giảm -8,7% YoY. Nguyên nhân là do chúng tôi cho rằng chênh lệch cung cầu trong ngắn hạn (vốn hỗ trợ giá Urê trong giai đoạn 2021-2023) sẽ không xảy ra, khiến tình trạng dư cung phân đạm (chủ yếu là Urê) sẽ thể hiện rõ ràng hơn trong năm 2024, qua đó gây áp lực giảm giá đối với phân Urê. Theo IFA, tình trạng dư cung phân đạm trong năm 2024 vẫn sẽ tiếp tục trầm trọng hơn, đạt 53,4 triệu tấn (+0,9% YoY). Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng mức dự phóng giá Urê trong năm 2024 vẫn sẽ cao hơn ~38,5% so với mức trung bình giai đoạn 2016-2020 bởi chi phí năng lượng đầu vào (giá than và giá khí) năm 2024 dự kiến vẫn cao hơn ~ 25%-140% so với mức trung bình trong cùng giai đoạn.

Công suất và nhu cầu phân đạm trên thế giới (2016-2024F)

Giá Urê thế giới và chi phí năng lượng (2016-2024F)


* Giá Urê được thể hiện bằng nét liền, chi phí năng lượng thể hiện bằng nét đứt
 Nguồn: IFA, World Bank, Bloomberg, FPTs tổng hợp và dự phóng

Năm 2023, chúng tôi ước tính giá Urê của DCM đạt 8.700 đồng/kg (-36,5% YoY) do (1) tình hình cung-cầu dần ổn định hơn khiến giá Urê hạ nhiệt và (2) tăng cường xuất khẩu khi giá xuất khẩu chạm đáy trong Q3/2023 để giải phóng hàng tồn kho ở mức cao tại cuối T06/2023 ([Xem thêm Phụ lục 2: Sản lượng và giá Urê xuất khẩu của DCM giai đoạn 2022-2023](#)).

Năm 2024, chúng tôi ước tính giá Urê của DCM tăng lên mức 8.900 đồng/kg (+2,3% YoY), tương đương ~363 USD/tấn, cao hơn 10% so với giá Urê thế giới. Chúng tôi nhận thấy giá Urê nội địa thường có xu hướng cao hơn giá Urê thế giới khi giá ở mức dưới 600 USD/tấn. Giai đoạn 2025-2029F, chúng tôi cho rằng giá Urê vẫn sẽ duy trì ở mức tương đương với năm 2024, đạt 8.900 đồng/kg.

Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán Urê của DCM (2018-2029F)


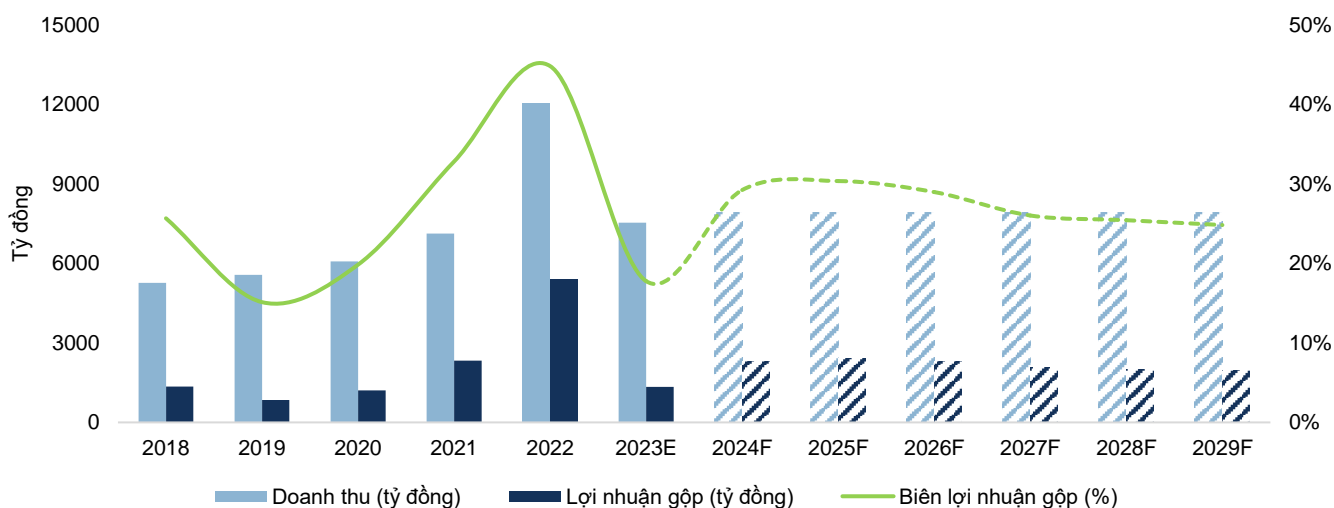
Nguồn: DCM, FPTs tổng hợp và dự phóng

► Biên lợi nhuận gộp năm 2024 cải thiện +11,5 đpt YoY nhờ nhà máy Urê hết khấu hao từ T09/2023

Năm 2023, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp mềng Urê của DCM trong năm 2023 đạt 17,8% (-27,0% đpt YoY) chủ yếu do giá Urê hạ nhiệt. **Năm 2024, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mềng Urê đạt 29,2% (+11,5 đpt YoY), chủ yếu do nhà máy Urê của DCM (Đạm Cà Mau) hết khấu hao kể từ cuối T09/2023.** DCM đã sử dụng chính sách khấu hao đường thẳng cho nhà máy Urê trong vòng 12 năm kể từ T09/2011, với chi phí khấu hao nhà máy mỗi năm ước tính ~1.200-1.300 tỷ đồng/năm. Việc hết khấu hao kể từ cuối T09/2023 sẽ giúp DCM tiết kiệm ~874 tỷ đồng trong năm 2024 so với năm 2023. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng tác động từ giá bán Urê tăng +2,3% YoY và giá khí đầu vào tăng +2,3% YoY không ảnh hưởng đáng kể lên biên lợi nhuận gộp mềng Urê

của DCM năm 2024. Giai đoạn 2025-2028F, biên lợi nhuận gộp mảng Urê được dự báo sẽ đạt mức đỉnh 30,3% trong năm 2025 trước khi giảm về mức 24,8% trong năm 2029, dựa trên kịch bản giá khí đầu vào và giá bán đầu ra đã phân tích ở trên.

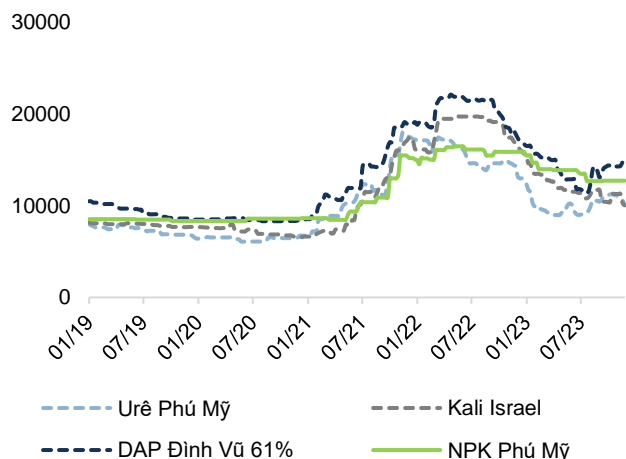
Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp Urê của DCM (2018-2029F)



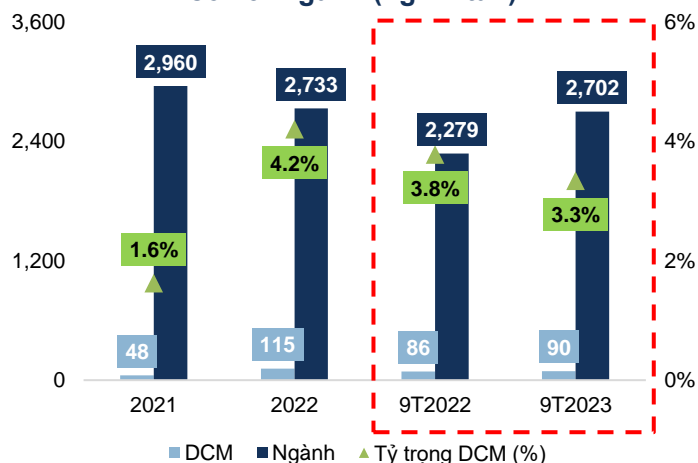
Nguồn: DCM, FPT S tổng hợp và dự phóng

2. Mảng NPK – Triển vọng tích cực đến từ thương vụ M&A với KVF [\(Quay lại\)](#)

Giá phân NPK và các loại phân đơn giai đoạn 2019-2023 (đồng/kg)



Tình hình sản xuất phân NPK của DCM so với ngành (nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, Bộ Công Thương, DCM, FPTS tổng hợp

Trong 9T2023, doanh thu NPK tăng +17,6% YoY, chủ yếu đến từ sản lượng tiêu thụ NPK tăng +46,2% YoY khi nhà máy NPK chỉ mới đi vào hoạt động từ T04/2021 và DCM đẩy mạnh các hoạt động marketing để xâm nhập thị trường. Trong khi đó, giá bán NPK trong 9T2023 đạt 11.727 đồng/kg (-19,5% YoY) do (1) tình trạng dư cung phân NPK diễn ra mạnh mẽ gây áp lực giảm giá bán và (2) giá nguyên liệu đầu vào như DAP, Kali và Urê nhìn chung giảm mạnh và liên tục trong giai đoạn T06/2022-T07/2023, trước khi phục hồi nhẹ trở lại sau giai đoạn trên.

Sản lượng sản xuất NPK của DCM trong 9T2023 đạt 90,4 nghìn tấn (+4,8% YoY), thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng sản xuất +18,6% YoY của ngành trong 9T2023. Chúng tôi cho rằng tình hình sản xuất NPK của DCM là phù hợp trong bối cảnh tình trạng dư cung phân NPK đang diễn ra mạnh mẽ trong 11T2023, với nguồn cung trong nước (bao gồm sản xuất và nhập khẩu) đạt 3,58 triệu tấn (+21,5% YoY) cao hơn đáng kể so với nhu cầu (bao gồm tiêu thụ nội địa và xuất khẩu) chỉ đạt 2,43 triệu tấn.

Năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu mảng NPK sẽ đạt 1.888 tỷ đồng (+54,9% YoY), trong đó sản lượng tiêu thụ đạt 160 nghìn tấn (+91,2% YoY) và giá bán đạt 11.800 đồng/kg (-19,0% YoY). Mặc dù vậy, lợi nhuận trước thuế mảng NPK (mặc dù đã có lợi nhuận gộp) vẫn âm kể từ khi hoạt động từ T04/2021, trong đó năm 2023 ước tính lỗ 40 tỷ đồng. Nguyên nhân là do sản phẩm NPK của DCM vẫn đang trong giai đoạn thâm nhập thị trường nên chi phí cho hoạt động quảng cáo tương đối cao, cụ thể trong 9T2023 đã tăng +112,2% YoY, đạt 196,3 tỷ đồng.

Trong Q1/2024, DCM dự kiến sẽ M&A công ty TNHH Phân bón Hàn-Việt (KVF) có CSTK phân NPK 360 nghìn tấn/năm, với TMĐT khoảng 600 tỷ đồng, trong đó 30% được tài trợ bằng vốn vay. KVF có tổng diện tích 8,78 ha tại KCN Hiệp Phước, cách cảng Hiệp Phước 500m nên rất thuận tiện cho việc giao thương hàng hóa.

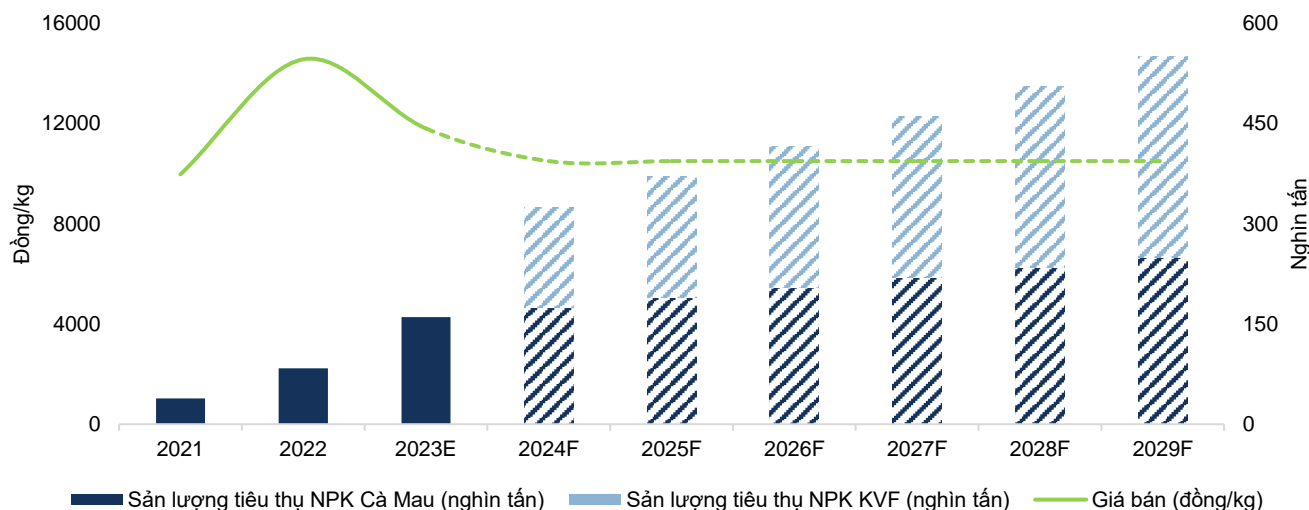
DCM cho rằng mục đích M&A KVF bao gồm (1) gia tăng năng lực sản xuất phân NPK (CSTK tăng 120% lên mức 660 nghìn tấn/năm) và mở rộng thị trường sang khu vực Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên khi nhà máy NPK của KVF có lợi thế gần cảng, thuận tiện việc thâm nhập các thị trường xa hơn (trong khi thị trường Tây Nam Bộ và Campuchia sẽ là thị trường chính của nhà máy NPK Cà Mau), và (2) tận dụng diện tích kho bãi lớn của KVF giúp DCM tiết giảm chi phí lưu kho và gia tăng sự linh hoạt trong việc lưu trữ nguyên liệu đầu vào để sản xuất NPK và các sản phẩm tự doanh của DCM. Chúng tôi cho rằng sự linh hoạt trong việc lưu trữ nguyên liệu đầu vào là lợi thế cạnh tranh trong mảng NPK bởi (1) nguyên liệu đầu vào chiếm đến 85% giá thành sản xuất NPK và đa số phải nhập khẩu (DAP, Kali) và (2) giá bán NPK sẽ xác định dựa trên chi phí nguyên liệu đầu vào. Theo DCM chia sẻ, KVF hiện đang sở hữu (1) 1,2 ha kho nguyên liệu, (2) 1,3 ha kho thành phẩm, và (3) 3 ha đất trống dự kiến sẽ được xây dựng thành kho nguyên liệu.

Trước M&A, sản lượng tiêu thụ của nhà máy NPK của KVF chỉ ở mức thấp, dưới 100 nghìn tấn/năm (~28% CSTK). Sau M&A, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nhà máy NPK của KVF sẽ đạt 150 nghìn tấn/năm trong năm 2024 và tăng dần lên mức 300 nghìn tấn/năm trong năm 2029 (CAGR = +14,9%/năm) nhờ tận dụng kênh phân phối sẵn có của DCM và lợi thế về vị trí địa lý giúp việc thâm nhập các thị trường mới dễ dàng hơn. Đối với

nhà máy NPK Cà Mau, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của nhà máy NPK Cà Mau sẽ tăng từ mức 160 nghìn tấn/năm lên mức 250 nghìn tấn/năm trong giai đoạn 2024-2029F (CAGR = +7,4%/năm) nhờ giá phân NPK ổn định hơn sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ trong nước, đặc biệt là mảng NPK chất lượng cao.

Dựa vào những phân tích trên, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ NPK của DCM sẽ tăng từ mức 325 nghìn tấn trong năm 2024 khi nhà máy NPK của KVF đi vào hoạt động lên mức 550 nghìn tấn trong năm 2029 (CAGR = +11,1%/năm), tương đương với 83,3% CSTK - mức hoạt động tương đối cao đối với nhà máy NPK bởi đặc thù phải sản xuất nhiều loại công thức phân bón khác nhau. Đối với giá bán, chúng tôi ước tính giá bán NPK năm 2024F sẽ giảm về mức 11.800 đồng/kg (-19,0% YoY) khi giá các loại phân đơn dự báo sụt giảm, và dự kiến đi ngang trong giai đoạn 2024-2029F.

Sản lượng tiêu thụ và giá bán phân NPK của DCM (2021-2029F)



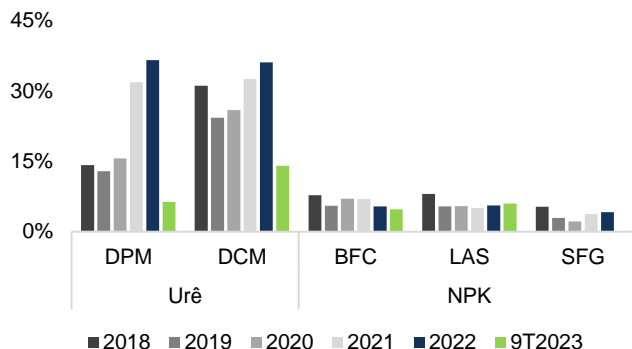
Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp và dự phóng

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Biên EBITDA trong 9T2023 ở mức cao nhất ngành mặc dù bị ảnh hưởng tiêu cực khi giá Urê hạ nhiệt

Trong 9T2023, biên EBITDA của DCM đạt 14,1%, nằm ở mức cao nhất trong các doanh nghiệp phân bón kinh doanh trong mảng Urê và NPK. Nhìn chung, các doanh nghiệp mảng Urê (DPM và DCM) sau khi tăng mạnh trong giai đoạn 2021-2022 (nhờ chênh lệch cung cầu Urê trong ngắn hạn hỗ trợ giá Urê tăng cao) đều sụt giảm mạnh trong 9T2023 khi tình hình cung-cầu dần trở nên ổn định hơn khiến giá Urê hạ nhiệt mạnh. Trong khi đó, biên EBITDA của các doanh nghiệp mảng NPK nhìn chung cũng giảm dần, nhưng với mức biến động thấp hơn, trong giai đoạn 2018-9T2023 do (1) tình trạng dư cung và cạnh tranh tương đối gay gắt trong mảng này và (2) cơ chế điều chỉnh giá phân NPK đầu ra theo giá phân đơn đầu vào.

Biên EBITDA của các doanh nghiệp Urê và NPK

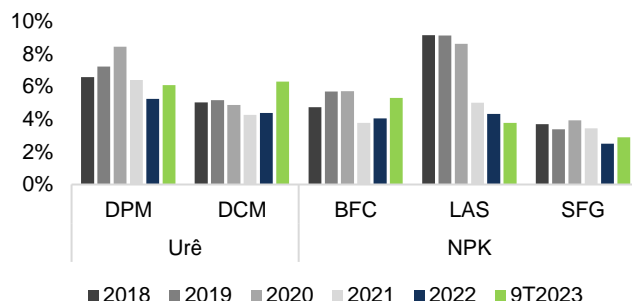


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTs tổng hợp

2. Chi phí bán hàng/doanh thu thuần tăng mạnh để đẩy mạnh việc xâm nhập thị trường NPK

Trong 9T2023, chi phí bán hàng/doanh thu thuần của DCM đạt 6,3%, cao nhất trong các doanh nghiệp phân bón kinh doanh trong mảng Urê và NPK. Nguyên nhân là do DCM đang tích cực triển khai các hoạt động marketing nhằm xâm nhập vào thị trường NPK vốn đang dư cung và tình hình cạnh tranh tương đối gay gắt. Cụ thể, chi phí bán hàng trong 9T2023 tăng +27,7% YoY, trong đó chi phí quảng cáo (chiếm 34,5% chi phí bán hàng) tăng mạnh +112,2% YoY. Chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng/doanh thu vẫn sẽ giữ ở mức cao trong giai đoạn dự phóng 2024-2029F khi DCM M&A KVF và mở rộng thị trường sang khu vực Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây nguyên.

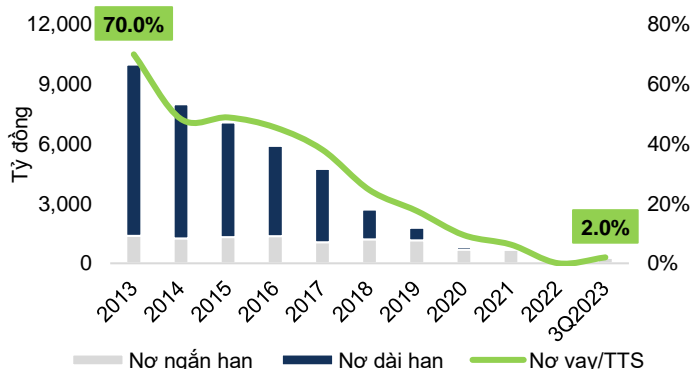
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần của các doanh nghiệp Urê và NPK



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTs tổng hợp

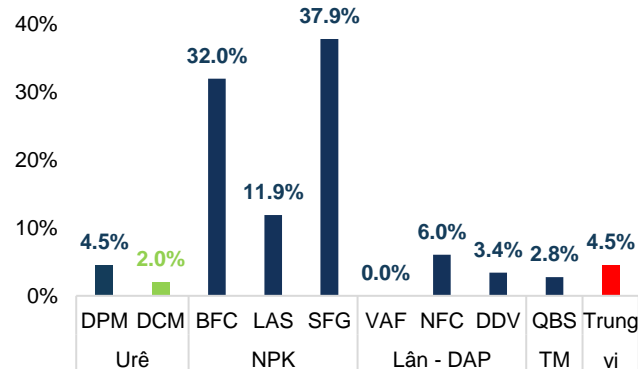
3. Cơ cấu tài chính lành mạnh, đòn bẩy tài chính giảm dần

Cơ cấu nợ vay và tỷ trọng nợ vay/TTS của DCM



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTs tổng hợp

Tỷ trọng nợ vay/TTS của các doanh nghiệp phân bón tại Q3/2023



Trong giai đoạn 2013–2022, DCM tích cực trả nợ vay dài hạn cho (1) dự án nhà máy Đạm Cà Mau từ năm 2013 (tắt toán toàn bộ trong Q3/2021) và (2) dự án nhà máy sản xuất phân NPK (tắt toán toàn bộ trong Q4/2022). Điều này giúp cho đòn bẩy tài chính của DCM giảm dần theo thời gian, thể hiện qua tỷ lệ nợ vay /TTS giảm từ mức 70% trong năm 2013 xuống mức ~2% tại cuối Q3/2023. Hiện tỷ lệ đòn bẩy của DCM nằm trong nhóm thấp nhất ngành, thấp hơn nhiều so với mức trung vị ~4,5% của các doanh nghiệp phân bón niêm yết tại cuối Q3/2023.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG 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 2024–2029F như sau:

Màng Urê

Sản lượng tiêu thụ

Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urê trong năm 2024 sẽ đạt 890 nghìn (+2,8% YoY) và đi ngang trong giai đoạn trên, nhờ nhà máy Urê có thể chạy ổn định ở mức 115% CSTK (tương đương 920 nghìn tấn/năm) trong dài hạn.

Giá phân Urê

Năm 2024, chúng tôi ước tính giá Urê của DCM tăng lên mức 8.900 đồng/kg (+2,3% YoY), tương đương ~363 USD/tấn, cao hơn 10% so với giá Urê thế giới. Chúng tôi nhận thấy giá Urê nội địa thường có xu hướng cao hơn giá Urê thế giới khi giá ở mức dưới 600 USD/tấn. Giai đoạn 2025-2029F, chúng tôi cho rằng giá Urê vẫn sẽ duy trì ở mức tương đương với năm 2024, đạt 8.900 đồng/kg.

Màng NPK

Sản lượng tiêu thụ

Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ NPK của DCM sẽ tăng từ mức 325 nghìn tấn trong năm 2024 khi nhà máy NPK của KVF đi vào hoạt động lên mức 550 nghìn tấn trong năm 2029 (CAGR = +11,1%/năm), tương đương với 83,3% CSTK - mức hoạt động tương đối cao đối với nhà máy NPK bởi đặc thù phải sản xuất nhiều loại công thức phân bón khác nhau.

Giá phân NPK

Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi ước tính giá bán NPK năm 2024 sẽ giảm về mức 11.800 đồng/kg (-19,0% YoY) khi giá các loại phân đơn dự báo sụt giảm, và dự kiến đi ngang trong giai đoạn 2024-2029F.

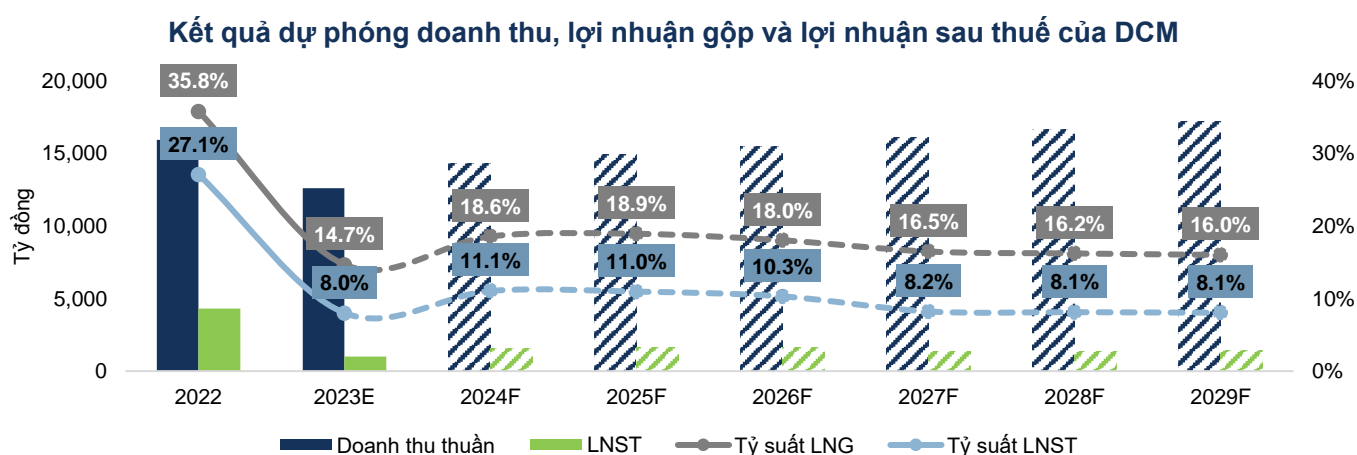
Màng phân bón thương mại

Sản lượng tiêu thụ

Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ đạt 210 nghìn tấn (+5,0% YoY) trong năm 2024 và tăng dần lên mức 260 nghìn tấn trong năm 2029 (CAGR = +4,5%/năm) nhờ việc DCM tích cực mở rộng kho bãi để đẩy mạnh hoạt động thương mại phân bón.

Giá phân bón thương mại

Giai đoạn 2024-2029F, giá bán phân bón thương mại được chúng tôi dự phóng đạt 10.500 đồng/kg (-11,8% YoY) trong năm 2024F và sau đó đi ngang trong giai đoạn trên.



TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DCM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE). Giá mục tiêu của một cổ phiếu DCM được xác định là **31.750 đồng/cp**, cao hơn 1,3% so với mức giá đóng cửa ngày 19/01/2024, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	31.900	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	31.559	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/ cổ phiếu)		31.750	

CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giá định mô hình	Cập nhật T01/2024	Cập nhật T06/2023	Giá định mô hình	Cập nhật T01/2024	Cập nhật T06/2023
WACC	15,0%	16,0%	Phần bù rủi ro	11,47%	11,47%
Chi phí sử dụng nợ	6,3%	5,0%	Hệ số beta không đòn bẩy	1,03	1,03
Chi phí sử dụng VCSH	15,3%	16,1%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,14%	3,14%	Thời gian dự phóng	6 năm	7 năm

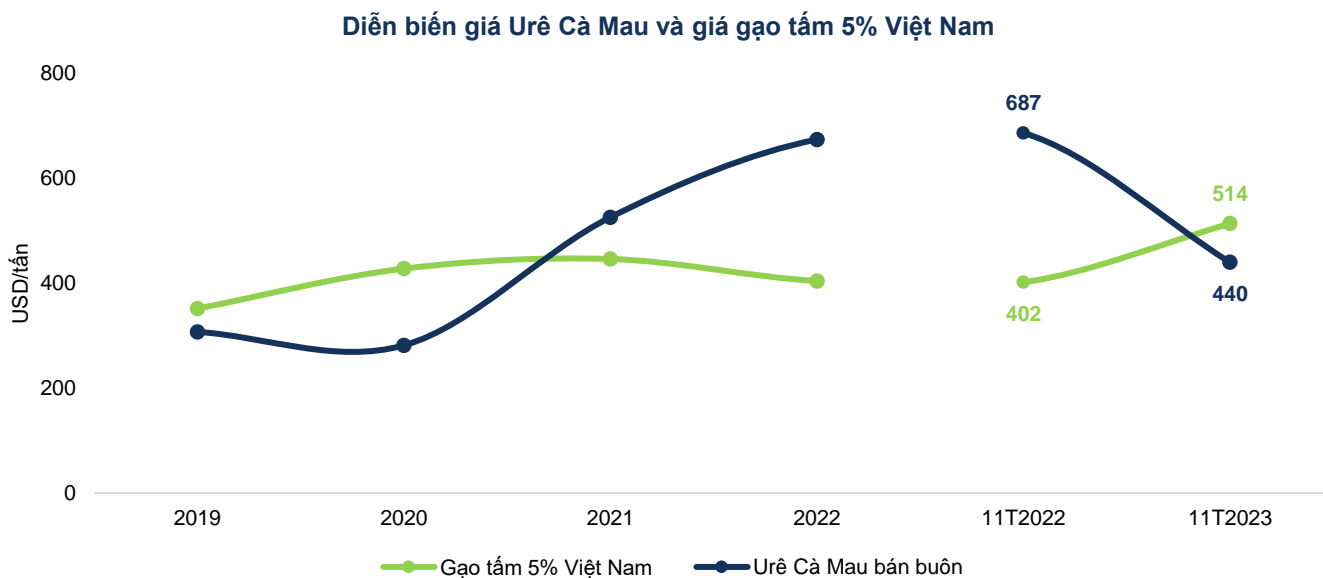
KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)		8.019.812
(+ Tiền, tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu đồng)		8.975.790
(-) Nợ vay ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)		107.530
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		16.888.072
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		529,4
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)		31.900
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		16.707.164
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)		31.559

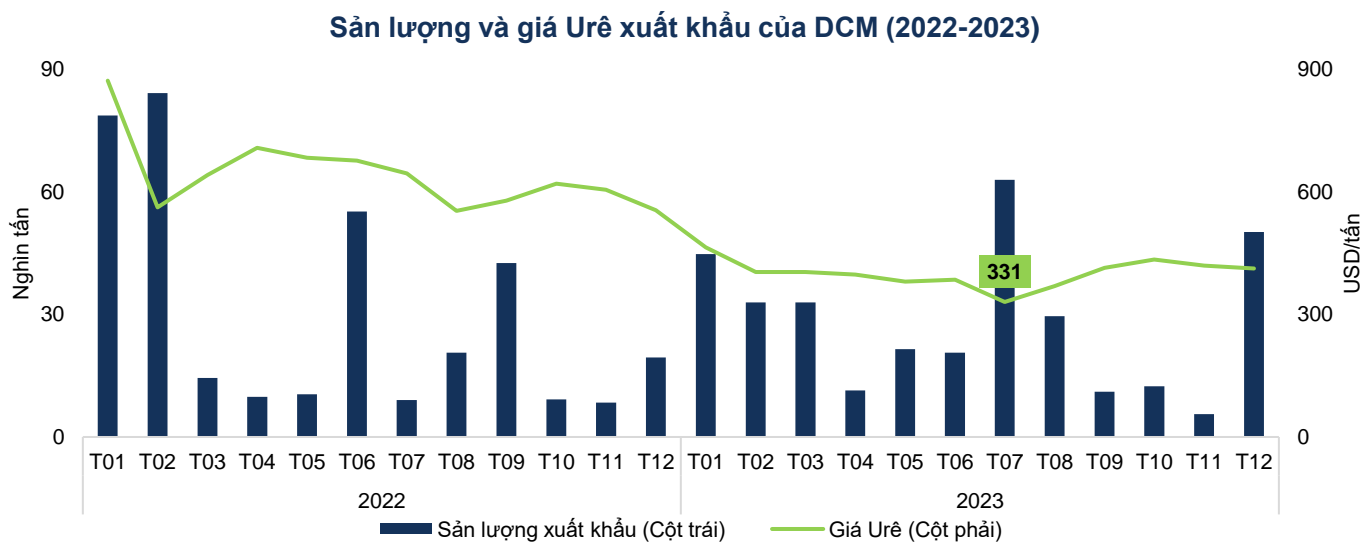
TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (tỷ đồng)	2022	2023E	2024F	2025F	ĐBK	2022	2023E	2024F	2025F
Doanh thu thuần	15.925	12.602	14.339	14.916	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	10.221	10.753	11.675	12.093	+ Tiền và tương đương tiền	2.126	1.476	1.286	1.510
Lợi nhuận gộp	5.703	1.849	2.663	2.823	+ Đầu tư TC ngắn hạn	6.812	7.500	8.200	8.900
- Chi phí bán hàng	698	704	854	888	+ Các khoản phải thu	188	217	233	238
- Chi phí quản lí DN	653	418	483	502	+ Hàng tồn kho	2.283	2.017	2.189	2.266
Lợi nhuận thuần HĐKD	4.353	727	1.326	1.432	+ Tài sản ngắn hạn khác	216	189	206	212
- Doanh thu TC	301	417	457	496	Tổng tài sản ngắn hạn	11.624	11.399	12.114	13.126
- Chi phí TC	60	43	56	66	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	15.271	15.390	16.087	16.189
- Thu nhập khác	3	0	0	0	+ Khấu hao lũy kế	(13.111)	(14.168)	(14.454)	(14.752)
- Lãi/lỗ trong công ty LDLK	0	0	0	0	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	2.160	1.222	1.633	1.437
LNTT	4.596	1.101	1.727	1.862	+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
- Thuế TNDN	270	88	138	223	+ Tài sản dài hạn khác	303	303	303	303
- Thuế hoãn lại	5	0	0	0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	33	-	-	-
LNST	4.321	1.013	1.589	1.639	Tổng tài sản dài hạn	2.543	1.549	1.937	1.740
- Lợi ích cổ đông thiểu số	5	3	4	4	Tổng Tài sản	14.167	12.948	14.051	14.867
LNST của cổ đông CT Mẹ	4.316	1.010	1.585	1.635	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	7.701	1.775	2.785	2.872	+ Phải trả người bán	1.028	1.327	1.441	1.492
EBITDA	1.401	1.080	310	298	+ Vay và nợ ngắn hạn	3	108	117	121
Khấu hao	1.398	1.080	310	298	+ Quỹ khen thưởng	307	71	111	114
Tăng trưởng doanh thu	61%	-21%	14%	4%	Nợ ngắn hạn	2.874	2.303	2.542	2.627
Tăng trưởng LN HĐKD	138%	-83%	82%	8%	+ Vay và nợ dài hạn	1	-	180	180
Tăng trưởng LNTT	135%	-76%	57%	8%	+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
Tăng trưởng EPS	151%	-77%	57%	3%	Nợ dài hạn	687	686	866	866
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023E	2024F	2025F	Tổng nợ	3.561	2.989	3.407	3.493
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35,8%	14,7%	18,6%	18,9%	+ Thặng dư	-	-	-	-
Tỷ suất LNST	27,1%	8,0%	11,1%	11,0%	+ Vốn điều lệ	5.294	5.294	5.294	5.294
ROE DuPont	47,8%	9,8%	15,4%	14,9%	+ LN chưa phân phối	3.018	2.218	2.661	3.142
ROA DuPont	34,2%	7,5%	11,8%	11,3%	Vốn chủ sở hữu	10.576	9.928	10.608	11.334
Tỷ suất EBIT/doanh thu	27,3%	5,8%	9,3%	9,6%	Lợi ích cổ đông thiểu số	36	40	43	47
LNST/LNTT	94,0%	92,0%	92,0%	88,0%	Tổng cộng nguồn vốn	14.167	12.948	14.051	14.867
LNTT/EBIT	105,6%	151,5%	130,2%	130,0%	Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023E	2024F	2025F
Vòng quay tổng tài sản	126,2%	93,0%	106,2%	103,2%	Tiền đầu năm	428	2.126	1.476	1.286
Đòn bẩy tài chính	139,5%	131,8%	130,9%	131,2%	Lợi nhuận sau thuế	4.316	1.010	1.585	1.635
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023E	2024F	2025F					
Số ngày phải thu	0,53	1,11	1,11	1,11					
Số ngày tồn kho	80,11	69,71	69,71	69,71					

Số ngày phải trả	36,73	45,04	45,04	45,04	+ Khấu hao	1.398	1.080	310	298
Thời gian luân chuyển tiền	43,91	25,78	25,78	25,78	+ Điều chỉnh	(117)	(964)	(784)	(813)
COGS / Hàng tồn kho	4,48	5,33	5,33	5,34	+ Thay đổi vốn lưu động	(688)	(205)	1	(5)
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023E	2024F	2025F	Tiền từ hoạt động KD	5.732	921	1.112	1.115
CS thanh toán hiện hành	4,04	4,95	4,77	5,00	+ Thanh lý tài sản cố định	3	-	-	-
CS thanh toán nhanh	3,25	4,07	3,90	4,13	+ Chi mua sắm TSCĐ	(147)	(87)	(698)	(101)
CS thanh toán tiền mặt	3,11	3,90	3,73	3,96	+ Tăng (giảm) đầu tư	(2.450)	-	-	-
Nợ / Tài sản	0,00	0,01	0,02	0,02	+ Các hđ đầu tư khác	209	-	-	-
Nợ / Vốn CSH	0,00	0,01	0,03	0,03	Tiền từ hđ đầu tư	(2.385)	(87)	(698)	(101)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,00	0,01	0,01	0,01	+ Cổ tức đã trả	(948)	(1.588)	(794)	(794)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,02	0,02	+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	72,06	16,92	23,50	21,85	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	(687)	105	9	4
					+ Thay đổi nợ dài hạn	(2)	(1)	180	-
					+ Các hoạt động TC khác	5	-	-	-
					Tiền từ hoạt động TC	(1.631)	(1.484)	(605)	(790)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.716	(650)	(190)	224
					Tiền cuối năm	2.126	1.476	1.286	1.510

PHỤ LỤC
Phụ lục 1: Diễn biến giá Urê Cà Mau và giá gạo tám 5% Việt Nam ([Trở về nội dung chính](#)).


Nguồn: World Bank, FPTS tổng hợp

Phụ lục 2: Sản lượng và giá Urê xuất khẩu của DCM giai đoạn 2022-2023 ([Trở về nội dung chính](#)).


* Thời điểm ghi nhận số liệu xuất khẩu theo tháng của Agromonitor có thể lệch đôi chút so với thông cáo nhà đầu tư của DCM
 Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu DCM, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các 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 <http://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

Số 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, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 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

Số 100 Quang Trung, phường Thạch
Thang, quận Hải Châu, TP Đà Nẵng.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888