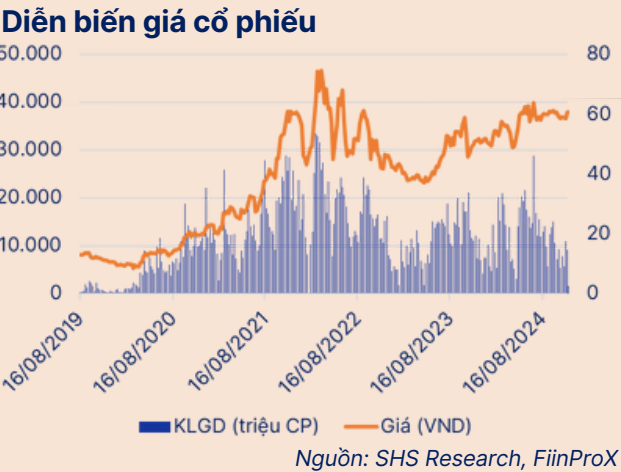


Chuyên viên phân tích
Vũ Nhật Anh
anh.vn@shs.com.vn

Khuyến nghị:	Khả quan
Giá hiện tại (26/11/2024):	38.050 VND
Giá mục tiêu:	42.400 VND
% tăng/giảm giá:	11,4%

Thông số cơ bản:	
Vốn hóa (tỷ VND):	19.455,45
Số lượng CP lưu hành:	529.400.000
KLCP đang niêm yết:	529.400.000
KLGD trung bình 10 phiên (CP):	3.192.490
Giá thấp 52w:	28.330
Giá cao 52W:	41.800
Sở hữu nhà nước:	75,56%
Sở hữu NĐT nước ngoài:	6,87%
Free-float:	21,18%



	2021	2022	2023
Tổng tài sản	11.072,1	14.166,9	15.237,9
Vốn chủ	7.474,4	10.601,8	9.959,7
Doanh thu	9.869,8	15.924,5	12.570,5
Lãi sau thuế	1.826,1	4.321,1	1.110,1
ROE	26,6%	48,0%	10,8%
ROA	18,5%	34,2%	7,6%
EPS (VND)	3.444	8.153	2.095
BVPS (VND)	14.119	20.026	18.813

KỶ VỌNG GIÁ NGUYÊN VẬT LIỆU ĐẦU VÀO GIẢM, ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN ĐẾN TỪ MẢNG PHÂN NPK

Sau khi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DCM của CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), SHS đưa ra khuyến nghị **Khả quan** đối với cổ phiếu DCM, mức giá mục tiêu trong vòng 12 tháng tới là 42.400 VND/cổ phiếu, cao hơn 11,4% so với mức giá đóng cửa ngày 26/11/2024.

- Việc đưa phân bón vào diện chịu thuế VAT 5% sẽ giúp DCM gia tăng khả năng cạnh tranh đối với hàng nhập khẩu tuy nhiên tác động tới lợi nhuận năm 2025 có thể không lớn như kỳ vọng. [\(chi tiết\)](#)
- Nguồn cung toàn cầu chậm cải thiện trong khi giá lương thực thế giới vẫn duy trì ở mức cao và giá nguyên liệu đầu vào giảm sẽ hỗ trợ lợi nhuận công ty trong thời gian tới. [\(chi tiết\)](#)
- Sản phẩm Ure giữ vững thị phần nhờ chất lượng khác biệt, lợi nhuận cải thiện nhờ Nhà máy hết khấu hao. [\(chi tiết\)](#)
- Mảng NPK kỳ vọng tăng trưởng sau thương vụ M&A với nhà máy NPK Hàn Việt [\(chi tiết\)](#)
- Tình hình tài chính lành mạnh với tiền mặt dồi dào và nợ vay thấp. [\(chi tiết\)](#)
- Doanh thu dự phóng năm 2024 đạt 12.854 tỷ VND (+2,3% YoY), lợi nhuận sau thuế 1.420 tỷ VND (+27,9% YoY), EPS đạt 2.668 VND/CP tương ứng P/E forward là 14,1x.

RỦI RO

- Rủi ro hệ thống:** (1) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào, (2) Rủi ro biến động giá sản phẩm đầu ra.
- Rủi ro hoạt động:** (1) Rủi ro về đối thủ cạnh tranh, (2) Rủi ro về môi trường, (3) Một số rủi ro khác.

Hiện tại, rủi ro lớn nhất với DCM là biến động của giá nguyên vật liệu đầu vào. Giá khí tự nhiên, với tỷ trọng lớn trong chi phí sản xuất, có thể bị ảnh hưởng bởi các yếu tố địa chính trị và biến động thị trường năng lượng toàn cầu, gây tác động lớn lên chi phí sản xuất và lợi nhuận của doanh nghiệp.

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1.1. Lịch sử hình thành và phát triển

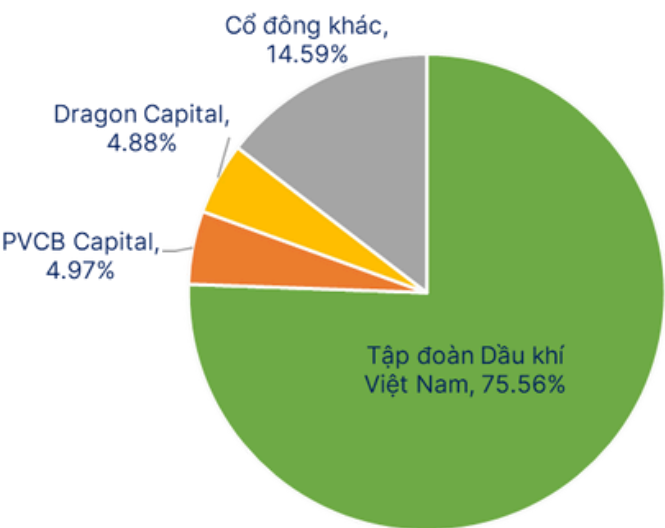
- Ngày 09/03/2011: Thành lập Công ty TNHH MTV Phân bón Dầu khí Cà Mau, trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam.
- Ngày 14/11/2014: Công ty tổ chức IPO thành công với 128,95 triệu cổ phiếu; là thương vụ IPO lớn nhất năm 2014.
- Năm 2015: Chuyển đổi sang hoạt động theo mô hình Công ty Cổ phần, niêm yết trên Sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh với mã cổ phiếu DCM.

1.2. Lĩnh vực kinh doanh

- Sản xuất hóa chất cơ bản, phân bón và hợp chất ni tơ, sản phẩm chính: Urea hạt đục, NPK...
- Bán buôn, bán lẻ phân bón, hóa chất sử dụng trong công-nông nghiệp: Kali, DAP, SA...
- Tư vấn hướng dẫn kỹ thuật sử dụng phân bón và hóa chất.
- Các ngành nghề khác theo giấy phép đăng ký kinh doanh.

1.3. Cơ cấu cổ đông và ban lãnh đạo

Hình 2: Cơ cấu sở hữu của DCM



Nguồn: FiinProX, SHS Research

• Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của DCM khá cô đặc khi Tập Dầu khí Việt Nam (PVN) chiếm 75,56% tỷ lệ sở hữu và nắm mọi quyền chi phối hoạt động tại DCM.

Ngoài ra còn có các quỹ: PVCB Capital (4,97%); nhóm quỹ Dragon Capital (4,97%)... Việc số lượng cổ phiếu lưu hành tự do thấp không chỉ hạn chế rủi ro do pha loãng cổ đông mà còn tạo động lực tích cực cho giá cổ phiếu khi nội tại doanh nghiệp và vĩ mô thuận lợi.

- **Ban lãnh đạo:** Ban lãnh đạo của DCM đều là những người có chuyên môn và nhiều năm công tác tại các công ty ngành hóa dầu, phân bón.

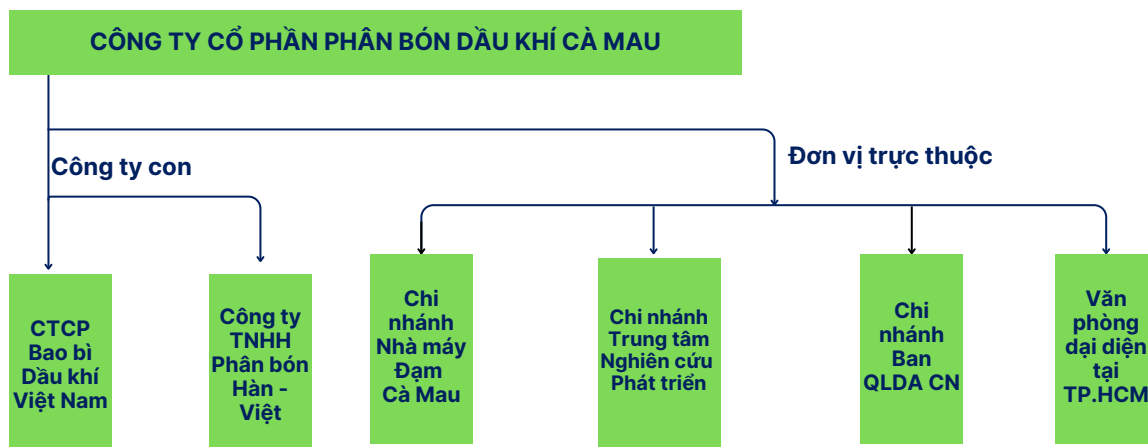
Bảng 1: Chủ tịch HĐQT và TGD của DCM

Tên	Trình độ chuyên môn	Chức danh	Số năm làm việc tại PVN
Trần Ngọc Nguyên	Tiến sĩ Kỹ thuật Hóa học Thạc sĩ Lọc - Hóa dầu Thạc sĩ Quản lý Kinh tế	Chủ tịch HĐQT	5
Văn Tiến Thanh	Kỹ sư Cơ khí Nông Lâm	Thành viên HĐQT kiêm tổng giám đốc	19

1.4. Cơ cấu tổ chức và địa bàn kinh doanh

• Cơ cấu tổ chức

Hình 3: Cơ cấu tổ chức của DCM



Nguồn: SHS Research

DCM sở hữu hai công ty con là:

- **Công ty Cổ phần Bao bì Dầu khí Việt Nam** với tỷ lệ sở hữu là 51,03%. Hoạt động chính của công ty là sản xuất và kinh doanh các loại phân bón và bao bì sử dụng trong nông nghiệp; và
- **Công ty TNHH Phân bón Hàn - Việt, tỷ lệ sở hữu 100%**. Hoạt động chính là sản xuất phân bón NPK.

• Địa bàn kinh doanh

Thương hiệu Phân bón Cà Mau hiện đã có mặt trên toàn quốc và mở rộng xuất khẩu ra thị trường quốc tế. Các thị trường mục tiêu chiến lược của DCM bao gồm Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên, Campuchia. Ngoài ra, DCM còn chủ động mở rộng khai thác, xâm nhập các thị trường trong nước ở khu vực miền Trung, miền Bắc và thị trường Đông Nam Á, Nam Á, Mỹ Latinh.

Hình 4: Địa bàn kinh doanh của DCM



Nguồn: Báo cáo thường niên DCM 2023, SHS Research

2. ÁP THUẾ VAT PHÂN BÓN: CƠ HỘI TĂNG SỨC CẠNH TRANH CHO DCM

Từ năm 2014 đến nay, mặt hàng phân bón thuộc đối tượng **không chịu thuế VAT**. Điều này gây khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của DCM cũng như các công ty khác trong ngành do không được khấu trừ thuế VAT đối với nguyên liệu, máy móc thiết bị chịu thuế VAT đầu vào trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt cả trong nước và quốc tế.

Ngày 26/11, Quốc Hội đã thông qua dự thảo luật thuế VAT sửa đổi theo đó đưa phân bón vào diện **chịu thuế VAT 5%**. Như vậy từ năm 2025 DCM sẽ được khấu trừ tiền thuế VAT đầu vào qua đó nâng cao hiệu quả hoạt động và khả năng cạnh tranh với các mặt hàng phân bón nhập khẩu đang được áp dụng thuế nhập khẩu 0% .

Mức độ tác động của chính sách trên thực tế tới kết quả kinh doanh của DCM sẽ thay đổi tùy theo: (i) Giá bán hàng; (ii) Tỷ trọng chi phí được khấu trừ VAT; (iii) Thuế VAT đầu vào của các loại chi phí. Chúng tôi giả định 80% chi phí của công ty sẽ chịu thuế VAT đầu vào với thuế suất trung bình 8% và DCM giữ nguyên giá bán sản phẩm để tăng khả năng cạnh tranh. Trong trường hợp này, lợi nhuận trước thuế của DCM năm 2025 dự báo sẽ đạt 1.810 tỷ VND, tăng 27,5% so với ước tính cả năm 2024 (bảng 2) và tăng thêm 192 tỷ đồng so với dự báo khi chưa có chính sách thuế.

Bảng 2: Ước tính tác động của luật VAT đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

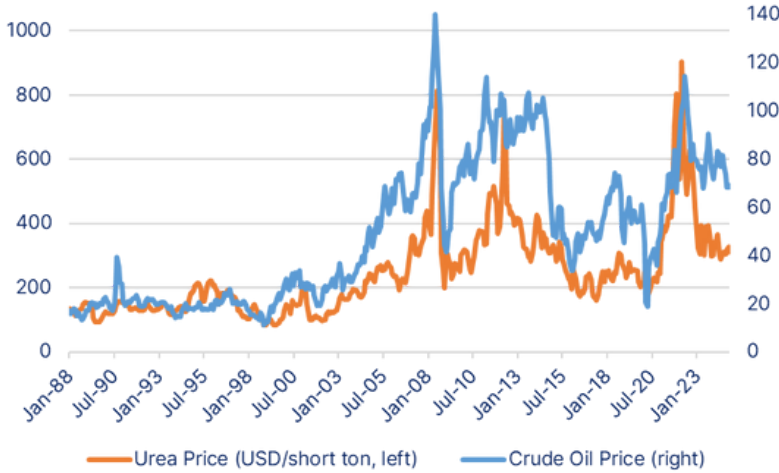
Chỉ tiêu	2024F (tỷ VND)	2025F (tỷ VND)
Doanh thu thuần	12.853,5	12.902,4
%Chg	2,3%	0,4%
Lợi nhuận trước thuế	1.511,4	1.976,6
%Chg	20,5%	30,8%
Lợi nhuận sau thuế	1.420	1.810,2
%Chg	27,9%	27,5%
EPS	2.668	3.402
%Chg	27,4%	27,5%

3. NGÀNH PHÂN BÓN

3.1. Giá phân bón thế giới năm 2025 ước tính giảm nhẹ 1% - 3%

Hoạt động sản xuất, tiêu thụ phân bón có tính chu kỳ cao và phụ thuộc vào mùa vụ nông nghiệp tại các khu vực khác nhau trên thế giới. Giá phân bón (đại diện là giá Urea) có xu hướng đi ngang trong thời gian dài và chịu tác động của (i) **giá năng lượng** và (ii) **tình hình cung cầu trên thế giới**

Hình 5: Diễn biến giá phân Urea và giá dầu thô thế giới từ năm 1988



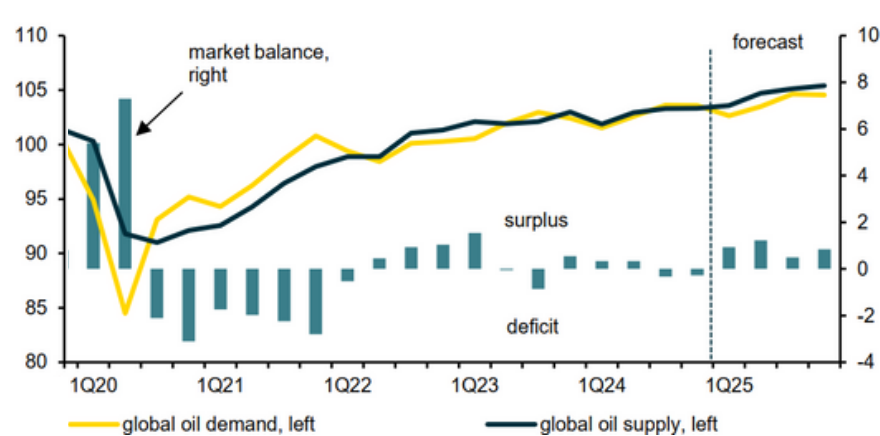
Nguồn: Bloomberg, SHS Research

(i) Giá năng lượng (nguyên vật liệu đầu vào) bước vào xu hướng giảm

Giá dầu thô tác động trực tiếp tới giá các loại năng lượng thay thế khác như khí đốt, than đá (nguyên liệu đầu vào để sản xuất phân bón).

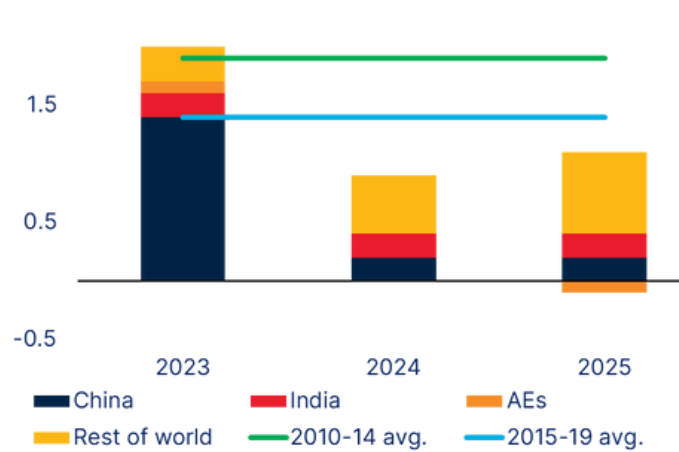
Sau khi tăng mạnh do xung đột địa chính trị năm 2022, giá dầu thô thế giới bắt đầu xu hướng giảm và giảm xuống 69 USD/thùng vào tháng 11/2024 (-10,35% YoY) sau chiến thắng của Tổng thống Mỹ Donald Trump, phản ánh kỳ vọng về các chính sách năng lượng mới của Mỹ, thúc đẩy nguồn cung. Ngoài ra, nhu cầu tiêu thụ dầu tại Trung Quốc - một trong những động lực chính của tăng trưởng nhu cầu dầu mỏ toàn cầu - vẫn trì trệ do sự chững lại trong tăng trưởng kinh tế tạo thêm sức ép giảm giá dầu trong năm tới.

Hình 6: Thị trường dầu có khả năng dư cung vào năm tới.



Nguồn: International Energy Agency (IEA); World Bank.

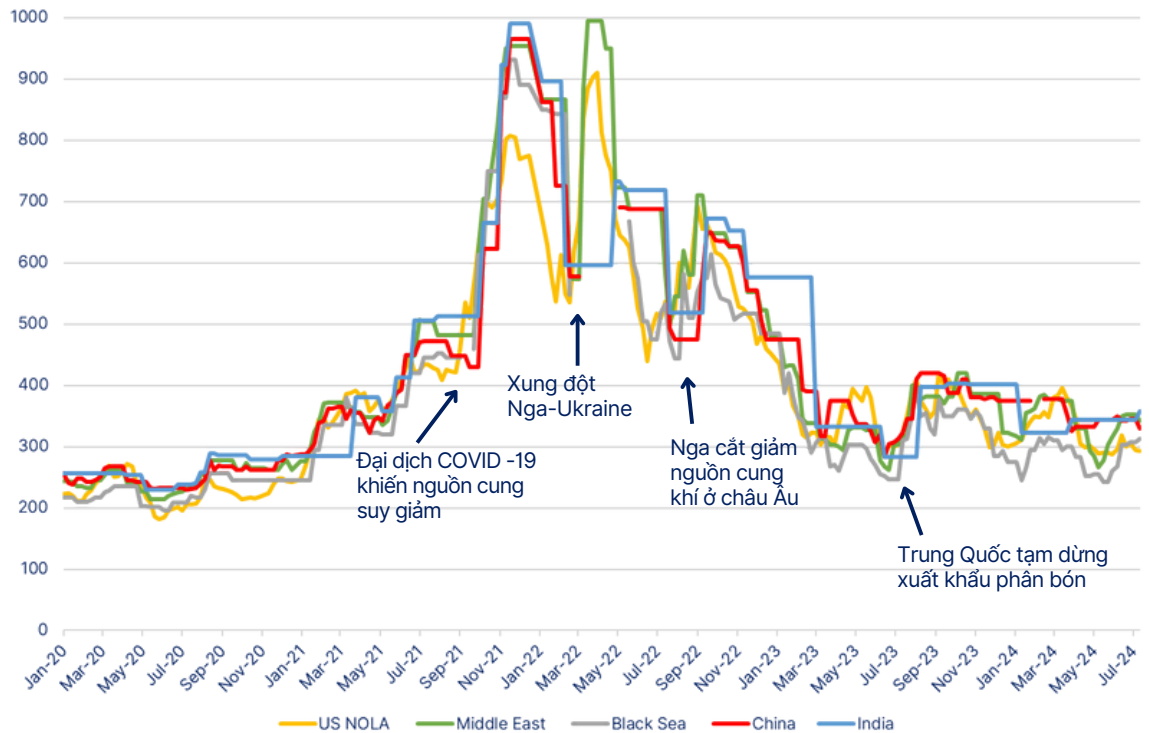
Hình 7: Dự báo nhu cầu dầu mỏ thế giới 2025



Nguồn: International Energy Agency (IEA); World Bank.

(ii) Nguồn cung chưa thực sự cải thiện trong khi cầu giảm

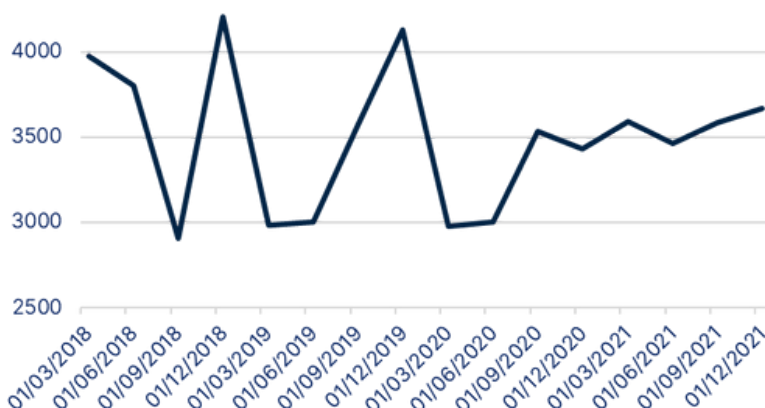
Hình 8: Diễn biến giá phân Urea thế giới từ năm 2020 đến nay



Nguồn: Bloomberg, SHS Research

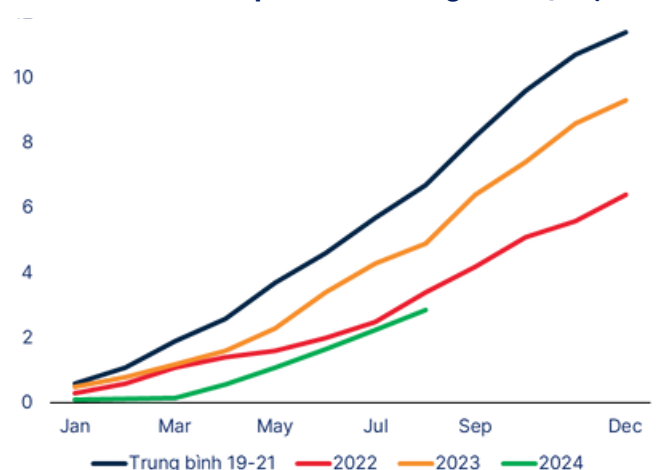
Nguồn cung phân bón thế giới hiện vẫn đang chịu tác động bởi các chính sách hạn chế xuất khẩu tại nhiều quốc gia sản xuất chủ chốt. Sản lượng xuất khẩu DAP và Ure từ Trung Quốc - quốc gia chiếm khoảng 1/3 nguồn cung urea toàn cầu vẫn thấp hơn mức trung bình giai đoạn 2019-2021 (hình 10). Trong khi đó Nga tiếp tục áp hạn ngạch xuất khẩu (19,7 nghìn tấn/năm) sau lệnh hạn chế xuất khẩu phân bón (03/2022) để đảm bảo đảm bảo an ninh cho thị trường trong nước. Ai Cập - nước sản xuất phân ure lớn thứ 6 thế giới quyết định gia hạn vô thời hạn việc cắt giảm 30% nguồn cung khí đốt đối với tất cả các nhà sản xuất phân ure.

Hình 9: Xuất khẩu phân bón Nga trước 2022 (tấn)



Nguồn: Bloomberg, SHS Research

Hình 10: Xuất khẩu phân bón Trung Quốc (triệu tấn)



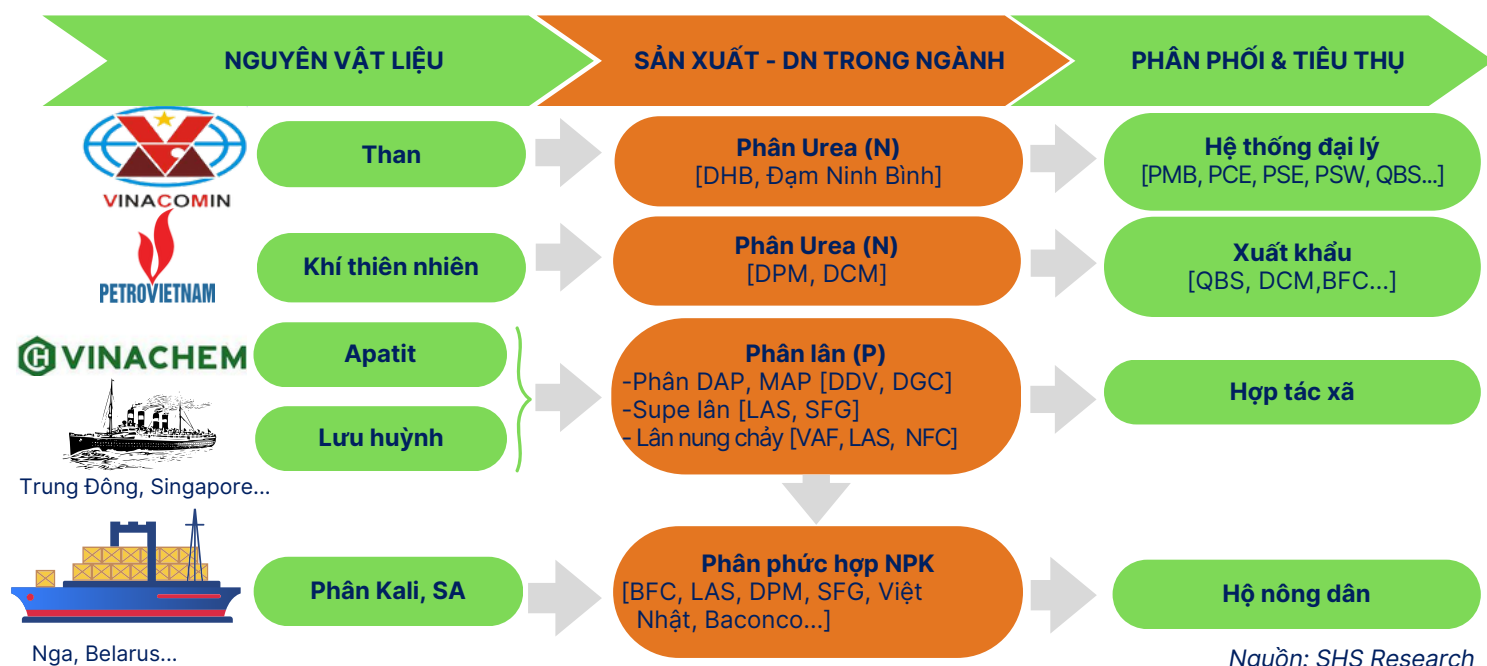
Nguồn: GACC China

Với phía cầu, nhu cầu tại một số quốc gia trọng điểm biến động như (i) Nhu cầu Brazil giảm do mất mùa, thời tiết khô hạn kéo dài; (ii) Ấn Độ - một trong những nước tiêu thụ phân bón lớn nhất thế giới, có kế hoạch ngừng nhập khẩu mặt hàng này vào cuối năm 2025 do lo ngại về độ phì nhiêu của đất và sức khỏe con người.

3.2. Ngành phân bón Việt Nam

• Tổng quan ngành phân bón Việt Nam

Hình 11: Chuỗi giá trị ngành phân bón



(i) Nguyên vật liệu

Việt Nam hiện tại phụ thuộc khá nhiều vào nguyên liệu nhập khẩu, tỷ lệ nội địa hóa nguyên liệu đầu vào còn thấp, vì:

Kali: Việt Nam hoàn toàn phụ thuộc vào nhập khẩu (100%) vì chưa có mỏ khai thác trong nước. Kali chủ yếu nhập từ các quốc gia như Nga, Belarus, Israel, Canada...

Lưu huỳnh: Phụ thuộc lớn vào nguồn nhập khẩu từ Trung Đông và các thị trường như UAE và Ả Rập Xê Út.

Amoniac (NH₃): Một phần được sản xuất trong nước nhưng không đáp ứng đủ nhu cầu, nên phải nhập khẩu bổ sung từ các nước như Trung Quốc và Thái Lan.

Khí tự nhiên: Việt Nam tự cung cấp một phần lớn khí tự nhiên từ các mỏ trong nước, nhưng các nhà máy phân đạm lớn như Đạm Phú Mỹ (PVFCCo) và Đạm Cà Mau (DCM) cũng đối mặt với rủi ro thiếu hụt nguồn cung nếu sản lượng khai thác khí nội địa giảm sút.

Phốt phát (DAP): Việt Nam có nguồn tài nguyên quặng apatit phong phú tại Lào Cai, đủ để sản xuất phân lân (supe lân, lân nung chảy). Tuy nhiên, các sản phẩm phức hợp như DAP vẫn phải nhập khẩu từ Trung Quốc và các quốc gia khác để đáp ứng nhu cầu trong nước.

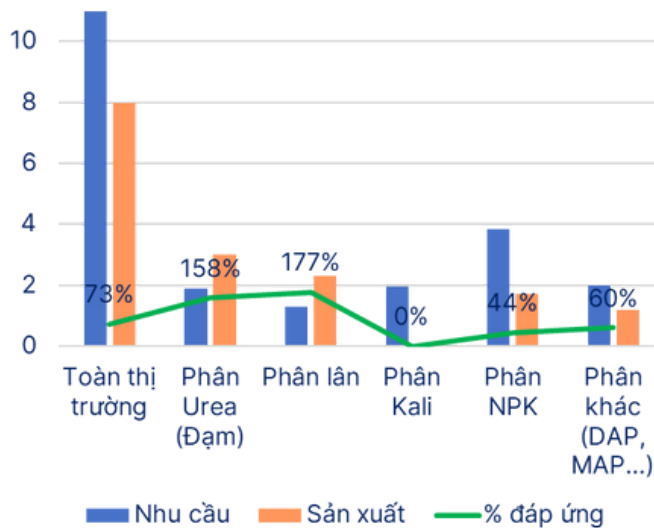
Ước tính nguồn cung nội địa chỉ đáp ứng được khoảng 40 - 50% nhu cầu nguyên vật liệu đầu vào (chủ yếu phục vụ sản xuất phân đạm và phân lân), phần còn lại vẫn phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu (đặc biệt là kali, lưu huỳnh và amoniac). Đối với nguyên liệu nhập khẩu như phân Kali, SA được nhập với mức thuế suất ưu đãi là 0% nhờ vào hiệp định VN - EAEU FTA có hiệu lực trong giai đoạn 2022 - 2027.

(ii) Sản xuất - tiêu thụ

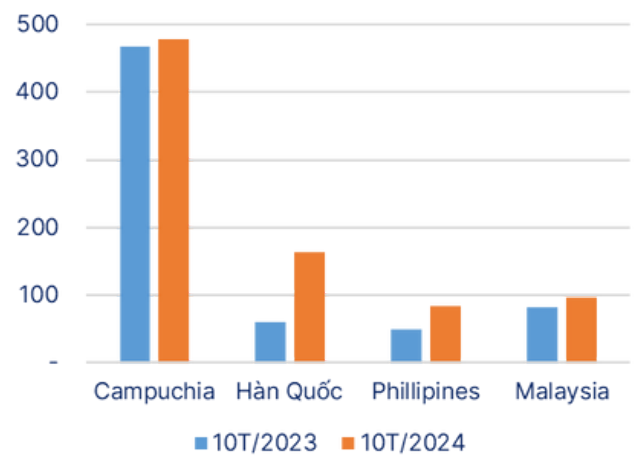
Sản xuất và tiêu thụ của thị trường phân bón hiện nay đang bị mất cân đối cơ cấu

Nhu cầu phân bón của cả nước đạt khoảng 11 triệu tấn/năm trong khi sản lượng phân bón công nghiệp trong nước đạt khoảng 8 triệu tấn/năm (đáp ứng 73% nhu cầu toàn thị trường). Sản xuất dư thừa ở thị trường phân Urea (dư thừa khoảng 1,1 triệu tấn/năm) và phân lân (dư thừa khoảng 1 triệu tấn/năm) trong khi thiếu hụt ở thị trường phân kali (nhập khẩu 100%), phân NPK (đáp ứng được 44% lượng cầu) và một số loại phân phức hợp khác (DAP, MAP...) (hình 12).

Hình 12: Cung - cầu phân bón toàn thị trường



Hình 13: Sản lượng xuất khẩu phân bón Việt Nam năm 2023-2024 (nghìn tấn)



Nguồn: SHS Research

Các doanh nghiệp sản xuất phân bón Việt Nam đẩy mạnh mở rộng tiêu thụ qua thị trường xuất khẩu (hình 13). Theo thống kê của Tổng cục Hải quan, 10 tháng đầu năm 2024, xuất khẩu phân bón đạt 1,44 triệu tấn; trị giá 590,54 triệu USD; tăng 9,4% so với cùng kỳ năm ngoái.

Phân bón Việt Nam xuất khẩu chủ yếu sang thị trường Campuchia, chiếm 38% tổng khối lượng và kim ngạch xuất khẩu của cả nước năm 2023. Đứng thứ 2 là thị trường Hàn Quốc, chiếm 5,8% tổng khối lượng và 5,4% tổng kim ngạch xuất khẩu phân bón. Thị trường Malaysia chiếm 6,3% tổng khối lượng và 5,2% tổng kim ngạch.

Hiện các doanh nghiệp phân bón trong nước vẫn bị áp thuế xuất khẩu 5% trong khi một số quốc gia trong khu vực như Indonesia, Malaysia, Brunei không áp thuế này. Do vậy ngoại trừ một số giai đoạn các doanh nghiệp sản xuất urea được hưởng lợi như 2021-2022 khi giá phân bón tăng mạnh, phần lớn biên lợi nhuận cho doanh thu xuất khẩu thường thấp hơn nhiều so với doanh thu nội địa.

Giá phân bón trong nước đang biến động cùng pha theo giá thế giới. Trong 10 tháng đầu năm 2024, giá duy trì ở mức nền năm 2023 và tăng nhẹ 1%-2% YoY, dao động trong khoảng 10.800 - 12.800 VND/kg, do **(i) Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu phân bón** và **(ii) Giá nông sản neo ở mức cao**, đặc biệt là giá gạo giúp cho nông dân có khả năng chi trả chi phí đầu vào.

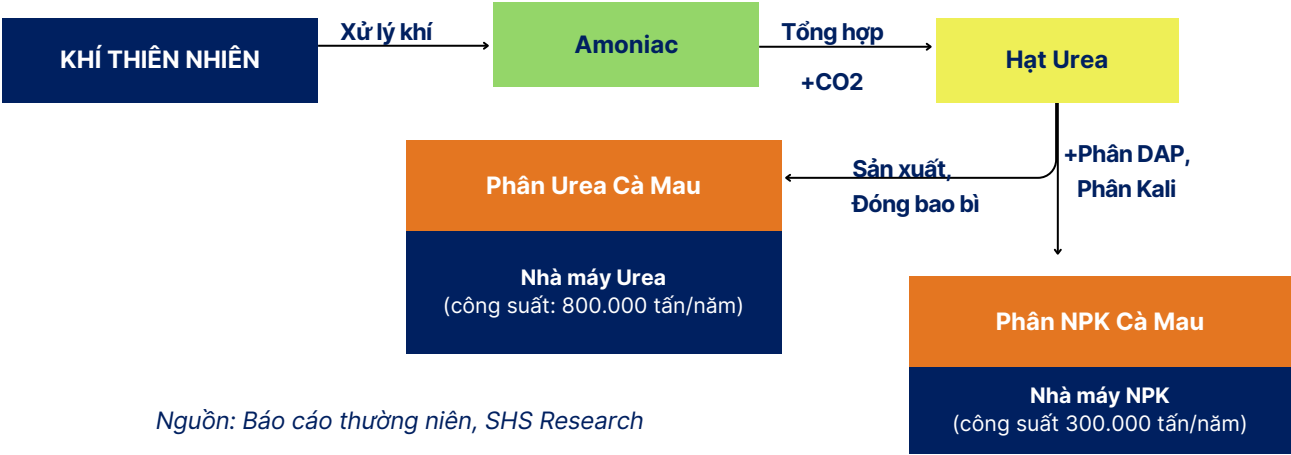
• Triển vọng giá phân bón Việt Nam 2025

Giá phân bón Việt Nam năm 2025 ước tính duy trì ở nền giá năm 2024 và có thể tăng nhẹ 1%-2% do:

- (i) Kỳ vọng Trung Quốc chưa hồi phục sản lượng xuất khẩu trở lại.
- (ii) Các nước trong khu vực đẩy mạnh nhập khẩu phân bón từ Việt Nam do hàng tồn kho đang giảm mạnh.
- (iii) Kỳ vọng giá gạo vẫn duy trì ở mức nền cao như các năm trước.

4. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

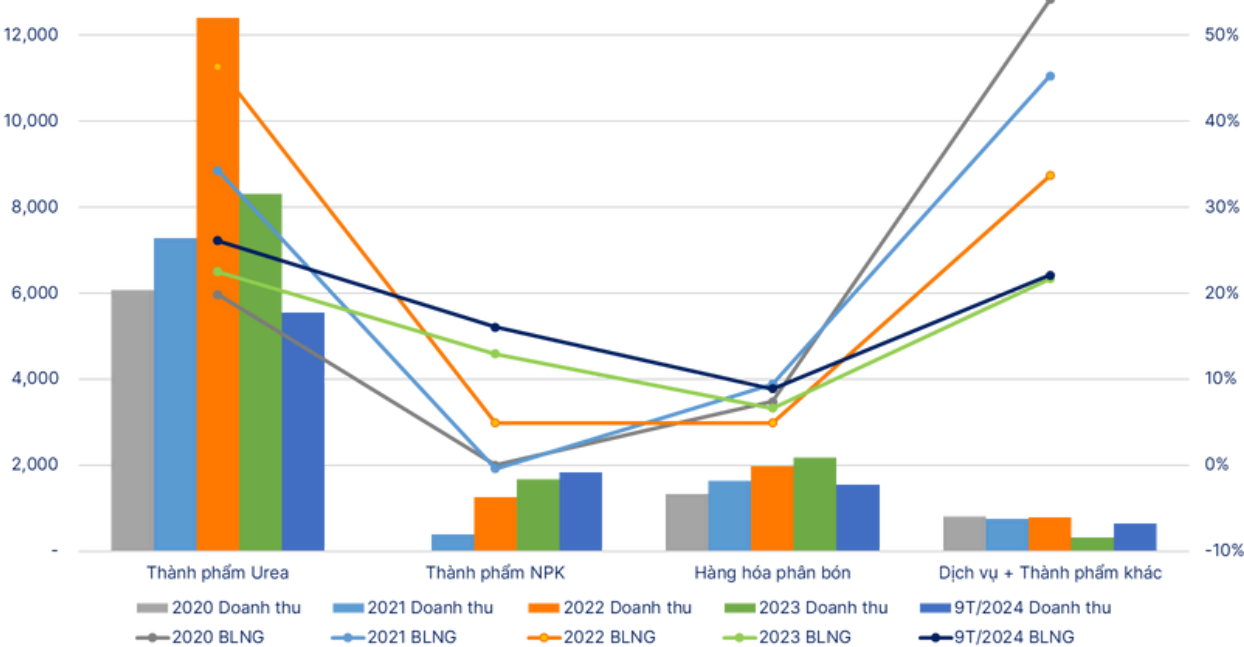
Hình 14: Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh của DCM



Nguồn: Báo cáo thường niên, SHS Research

Hoạt động kinh doanh của DCM gồm 4 mảng: Urea, NPK, hàng hóa phân bón và dịch vụ, thành phẩm khác. (hình 15)

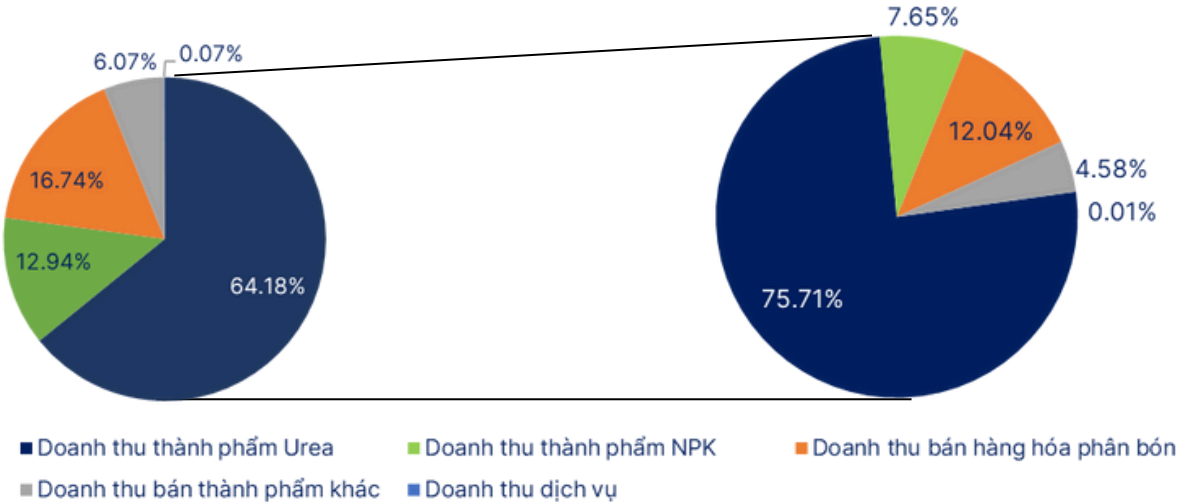
Hình 15: Doanh thu, Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh của DCM từ 2020



Nguồn: SHS Research

Doanh thu của công ty đến từ 2 mảng chính là: (i) **Mảng phân Urea**; (ii) **Mảng phân NPK** (hình 16).

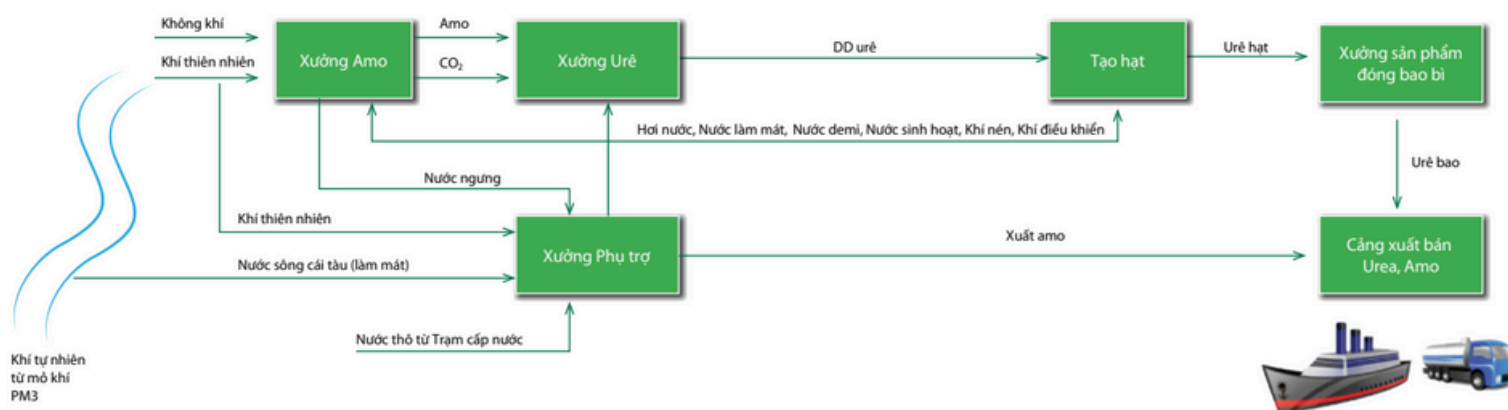
Hình 16: Cơ cấu doanh thu DCM năm 2023 (trái) và 2022 (phải)



Nguồn: Báo cáo tài chính, SHS Research

(i) Mảng Phân Urea: Sản xuất vượt công suất thiết kế nhờ chất lượng khác biệt

Hình 17: Sơ đồ tổng quan công nghệ nhà máy Đạm Cà Mau

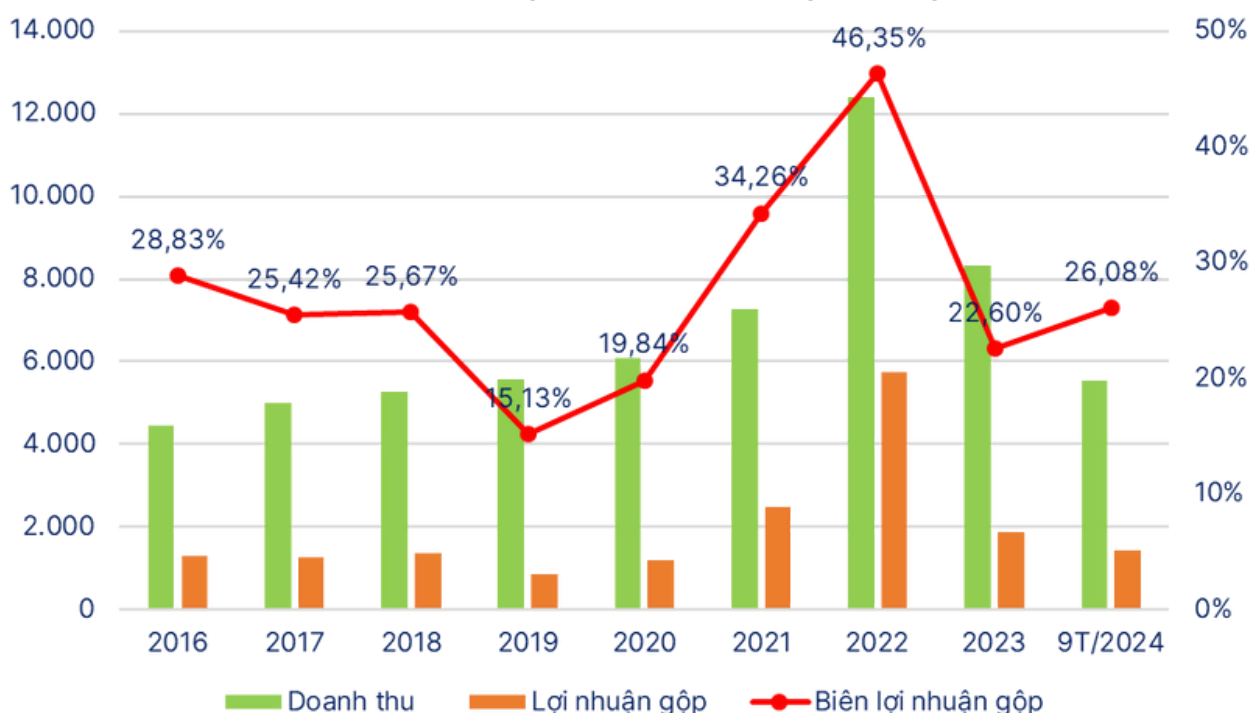


Nguồn: Báo cáo thường niên 2015

Bắt đầu hoạt động từ năm 2012, nhà máy Urea Cà Mau có công suất 800.000 tấn/năm đây là mảng kinh doanh chính của DCM, chiếm 64% - 79% tổng doanh thu của công ty. Sản phẩm chính của nhà máy là Ure hạt đục, sử dụng nguyên liệu đầu vào là khí tự nhiên theo công nghệ tiên tiến. So với Ure hạt trong đang được bán tại Việt Nam, Ure hạt đục có kích thước hạt lớn hơn (từ 2-4 mm, 46,3% N), độ cứng cao hơn và khả năng bảo quản tốt hơn và DCM hiện cũng đang là đơn vị duy nhất tại Việt Nam sản xuất sản phẩm này.

Nhờ vậy, kể từ khi đi vào hoạt động sản phẩm Ure của DCM được đón nhận tốt, sản phẩm được tiêu thụ hết và nhà máy thường xuyên vận hành vượt 100% công suất thiết kế. Năm 2022, mảng này ghi nhận kết quả kỷ lục nhờ hưởng lợi từ giá phân bón tăng cao với doanh thu đạt 12.401,79 tỷ VND (+70,35% YoY), lợi nhuận gộp đạt 5.747,63 (+130,43 YoY), tương ứng với biên lợi nhuận gộp 46,35% (+12,08% YoY). Kết quả kinh doanh mảng này năm 2023 chịu tác động bởi giá thế giới giảm trở lại và PVN thay đổi cơ cấu tính giá khí khiến giá vốn của DCM cao hơn các giai đoạn trước.

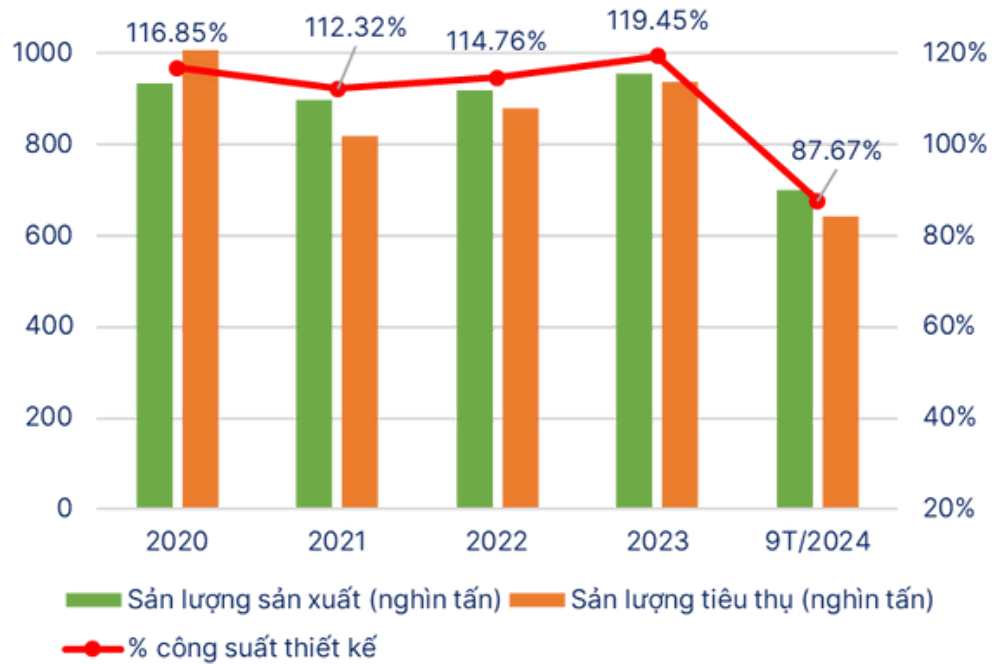
Hình 18: Doanh thu, lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận gộp mảng Urea qua các năm



Nguồn: SHS Research

Ngoài khu vực ĐBSCL (DCM nắm 60% thị phần), DCM cũng đẩy mạnh mở rộng thị trường ra miền Trung, miền Bắc và xuất khẩu sang 18 quốc gia trên thế giới, chủ yếu tại Đông Nam Á, Nam Á, Mỹ Latinh. Riêng tại Campuchia, thị trường xuất khẩu lớn nhất của DCM, công ty hiện chiếm hơn 40% thị phần phân ure và còn nhiều dư địa phát triển do tỷ lệ bón thấp, nông sản Campuchia được đánh giá cao và nhận được ưu đãi thuế (0%) khi xuất khẩu sang Trung Quốc. Sản lượng xuất khẩu năm 2023 đạt 344 nghìn tấn, chiếm 26% tổng sản lượng tiêu thụ; giá trị xuất khẩu đạt 136 triệu USD, chiếm 25% doanh thu các sản phẩm phân bón.

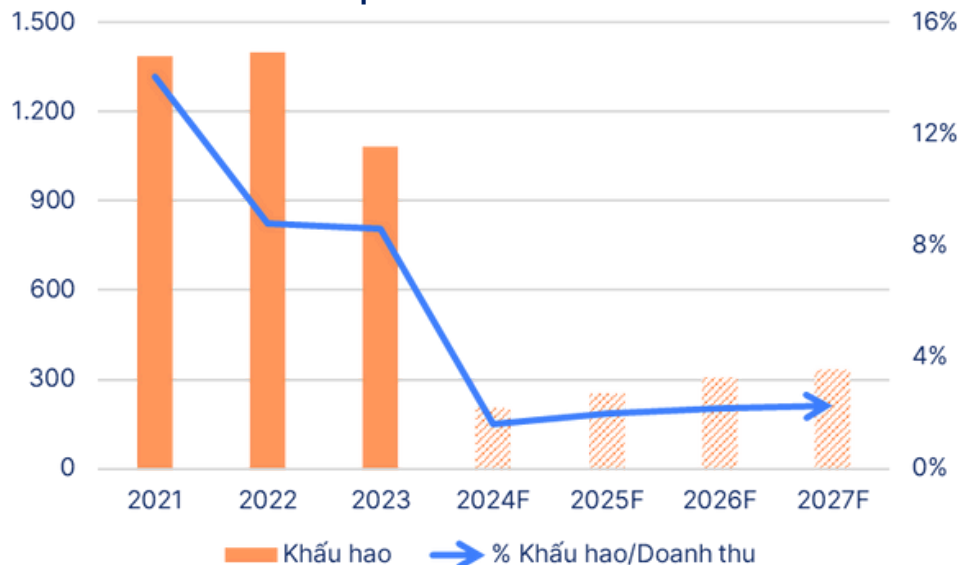
Hình 19: Sản lượng sản xuất, tiêu thụ và hiệu suất vận hành của nhà máy Urea



Nguồn: SHS Research

Hưởng lợi từ Nhà máy hết khấu hao. Chi phí khấu hao hàng năm cho nhà máy Ure của DCM khoảng 1.300 tỷ đồng/năm, chiếm 11% - 25% tổng chi phí. **Kể từ 2024, nhà máy Đạm Cà Mau đã hết khấu hao**, qua đó giúp lợi nhuận 9 tháng của mảng này +24,8% YoY mặc dù doanh thu -12,2% YoY. Dự báo biên lợi nhuận gộp mảng Ure năm 2024 sẽ tăng lên 26% so với mức 22,6% của năm 2023 và tiếp tục duy trì ở mức 30% trong các năm tới nhờ yếu tố này.

Hình 20: Chi phí khấu hao TSCĐ của DCM



Nguồn: Báo cáo tài chính, SHS Research

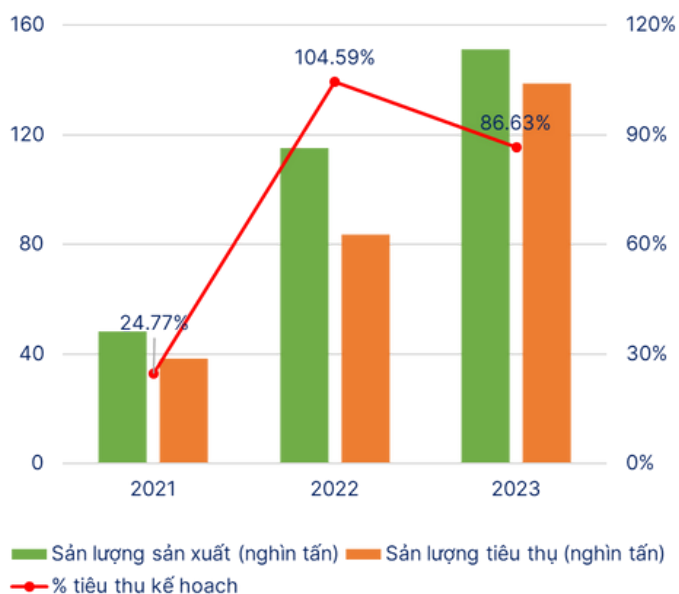
(ii) Mảng Phân NPK kỳ vọng tăng trưởng sau M&A

Thị trường NPK chất lượng cao còn nhiều dư địa tăng trưởng. Chiếm 35% tổng nhu cầu phân bón hàng năm cả nước, phân NPK hiện mới đáp ứng được 44% nhu cầu thông qua sản xuất trong nước, còn lại phải nhập khẩu. Đáng chú ý là thị trường NPK Việt Nam hiện khá phân mảnh khi có nhiều doanh nghiệp nhỏ lẻ và hộ kinh doanh tham gia với công nghệ đơn giản trong khi chỉ có một số ít các công ty lớn áp dụng công nghệ hiện đại, phức tạp, dẫn đến sự chênh lệch về chất lượng và giá bán.

Hoạt động từ cuối năm 2021, Nhà máy NPK Cà Mau có CSTK 300.000 tấn/năm với công nghệ Urea hóa lỏng, sử dụng nguyên liệu đầu vào là phân Urea hạt đục tự sản xuất, phân DAP và Kali mua ngoài hoặc nhập khẩu từ Nga, Belarus và Trung Đông... Sản phẩm NPK Cà Mau có chất lượng khá cao với độ cứng và tính đồng nhất tốt chỉ sau sản phẩm NPK hóa học của DPM.

Doanh thu, sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận mảng NPK có xu hướng tăng đều qua các năm. Sản lượng tiêu thụ năm 2023 đạt 138,61 nghìn tấn (+65,66% YoY), tăng gấp 3,61 lần so với năm 2021. Doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2023 đạt lần lượt 1.675,65 tỷ VND (+34,7% YoY) và 216,81 tỷ VND (+253,51% YoY), đóng góp lần lượt 12,9% doanh thu và 9,03% lợi nhuận gộp của DCM.

Hình 21: Sản lượng sản xuất tiêu thụ mảng NPK



Hình 22: Doanh thu, lợi nhuận, biên lợi nhuận gộp mảng NPK

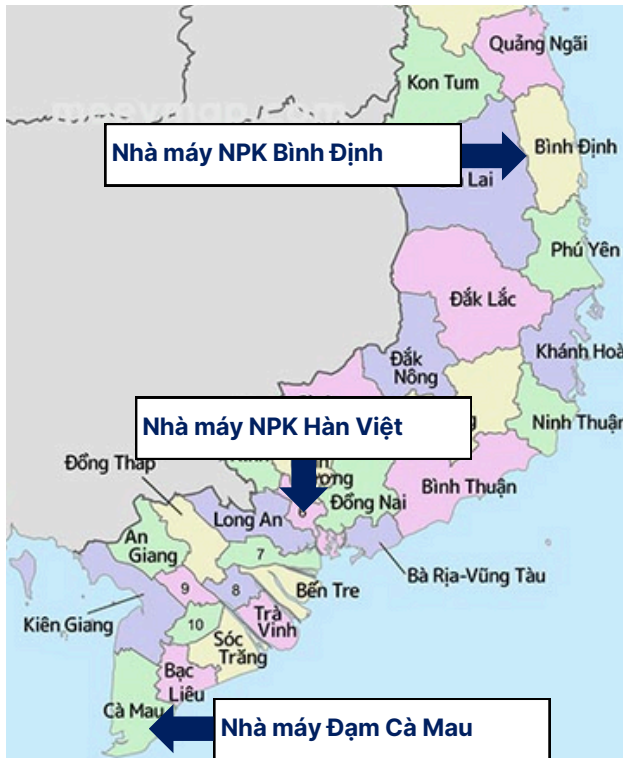


Nguồn: SHS Research

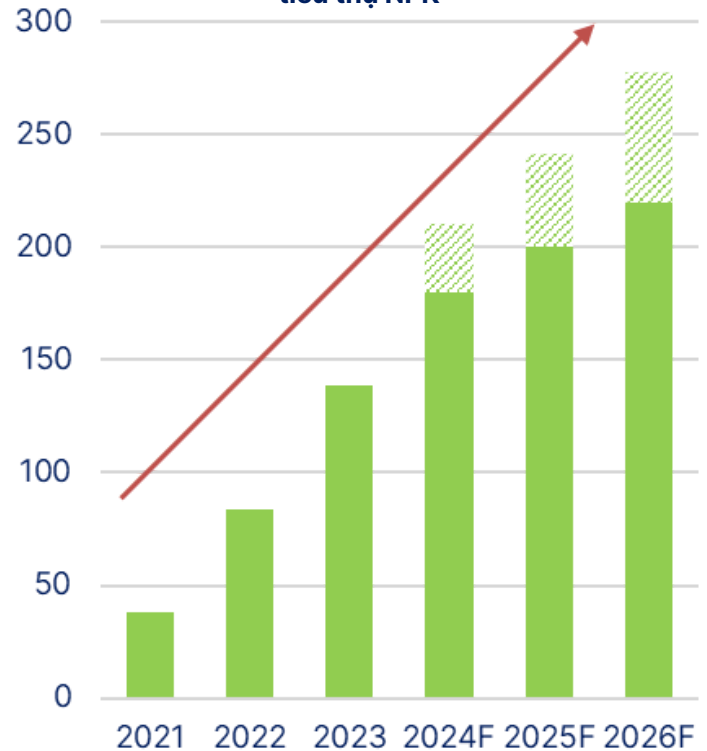
Tháng 04/2024, DCM đã thực hiện M&A 100% vốn tại Công ty TNHH Phân bón Hàn – Việt (KVF) với giá 25 triệu USD (ước tính hơn 600 tỷ VND). Việc sáp nhập KVF giúp tăng năng lực sản xuất NPK của DCM lên 660.000 tấn/năm (+120%) và được kỳ vọng sẽ tăng sản lượng tiêu thụ NPK của DCM vào năm 2026 lên 290.000 tấn (+107% so với năm 2023) thông qua mở rộng thị trường phân phối, tận dụng hệ thống kho bãi lớn của KVF.

KVF hiện sở hữu quỹ đất với diện tích 8,7 ha, nhà máy đặt tại KCN Hiệp Phước, Tp. Hồ Chí Minh có kho bãi lớn cách cảng Hiệp Phước khoảng 500m, thuận lợi cho việc trung chuyển, làm kho chứa hàng hoá, tiết giảm chi phí lưu kho. Nhờ vậy DCM có thể tăng lưu trữ nguyên vật liệu đầu vào, đẩy mạnh mảng tự doanh phân bón và đóng góp cho quá trình hoàn thiện nền tảng logistics của công ty. Đồng thời KVF cũng giúp DCM mở rộng thị trường NPK tại Đông Nam Bộ, Tây Nguyên và miền Trung, trong khi nhà máy NPK hiện tại đang phục vụ nhu cầu tại khu vực Tây Nam Bộ và xuất khẩu.

Hình 23: Vị trí các nhà máy của DCM



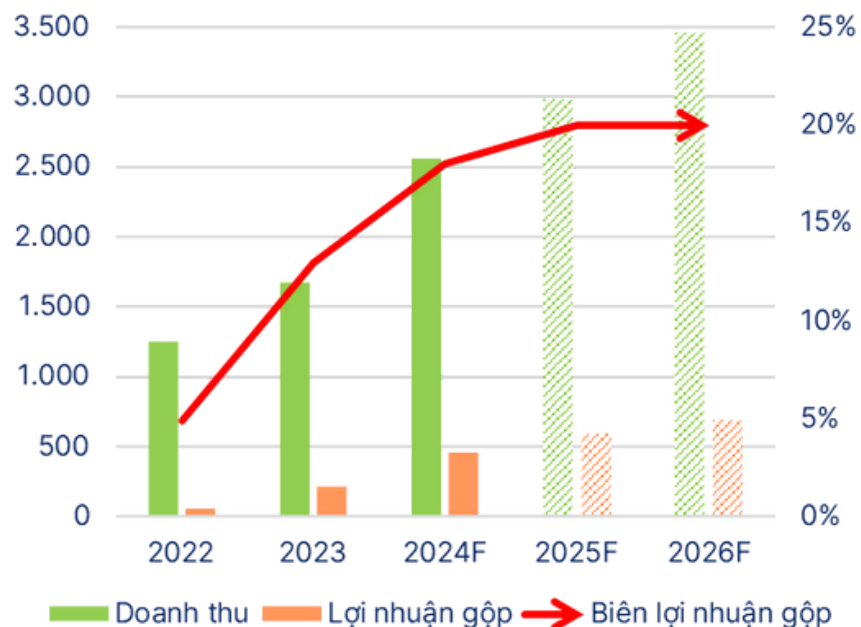
Hình 24: DCM ngày một nâng cao năng lực sản xuất - tiêu thụ NPK



Nguồn: SHS Research

Trong vòng 1 tháng tái cấu trúc và đưa vào hệ sinh thái của Đạm Cà Mau, tháng 06/2024 nhà máy KVF đã bắt đầu có lãi và đóng góp vào sản lượng tiêu thụ cũng như doanh thu, lợi nhuận của DCM.

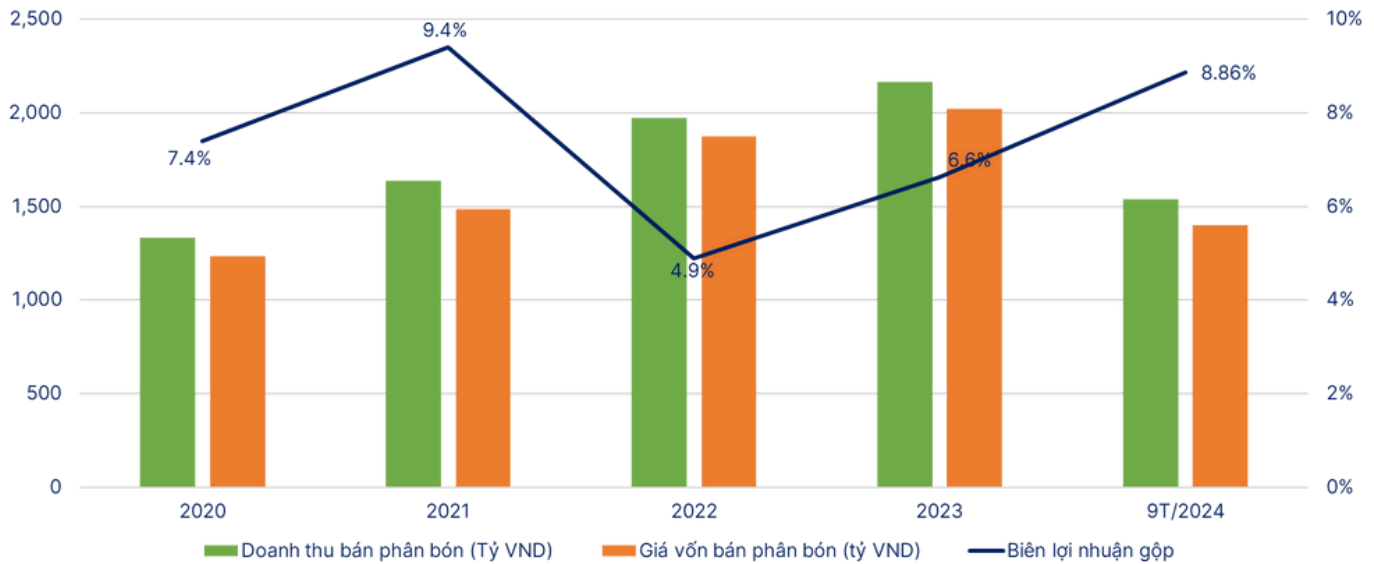
Hình 25: Dự phóng doanh thu - lợi nhuận mảng NPK (tỷ VND)



Nguồn: SHS Research

(iii) Mảng thương mại phân bón (phân bón tự doanh): Bên cạnh hoạt động sản xuất phân Urea, DCM đã tận dụng hệ thống phân phối và thương hiệu của mình để kinh doanh thêm các mặt hàng phân bón khác. DCM nhập khẩu các loại phân bón trong nước chưa sản xuất được hoặc đang thiếu nguồn cung như phân Kali, DAP, SA, NPK... và phân phối dưới thương hiệu và bao bì của mình. Doanh thu mảng này tăng dần qua các năm với tốc độ tăng trưởng kép, CAGR là 13,37% giai đoạn 2020 - 2023. Tuy nhiên, mảng kinh doanh này đem lại biên lợi nhuận gộp tương đối mỏng chỉ 5 - 10%/năm.

Hình 26: Doanh thu, giá vốn hàng bán, biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh phân bón của DCM giai đoạn 2020 - 2023



Nguồn: SHS Research

5. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

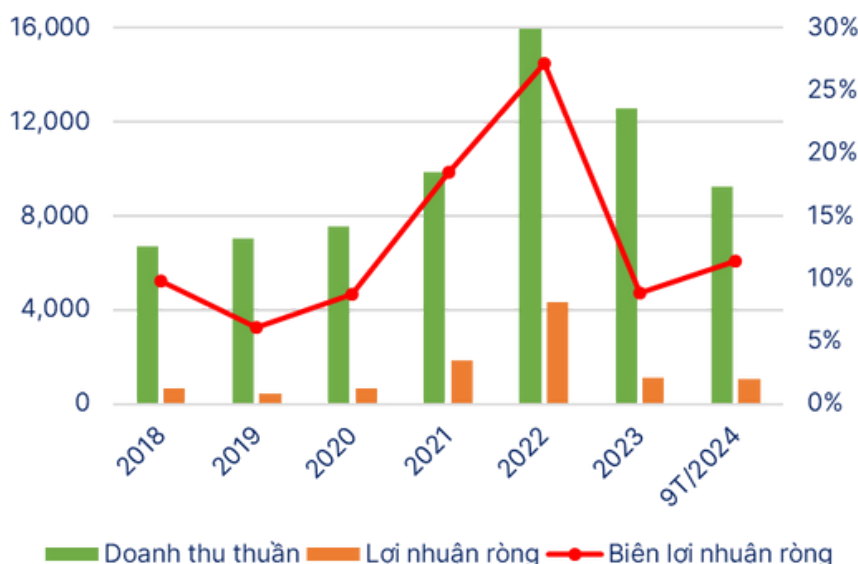
5.1. Hoạt động kinh doanh trên đà tăng trưởng tuy nhiên biến động theo chi phí đầu vào

Doanh thu và lợi nhuận của DCM đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm, CAGR lần lượt: 11,09% và 9,14%/năm giai đoạn 2018-2023. Doanh thu năm 2023 đạt 12.570,5 tỷ VND; tăng 88% so với năm 2018.

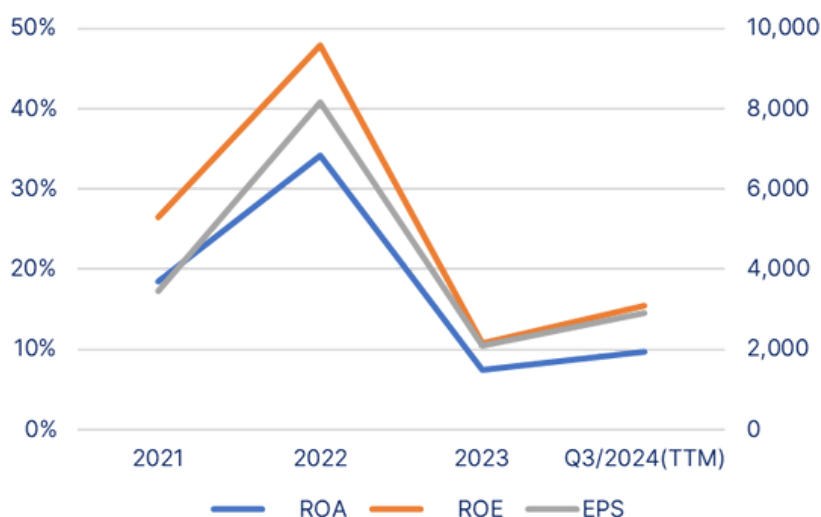
Đặc biệt, kết quả kinh doanh của DCM tăng trưởng mạnh trong năm 2021-2022 do được hưởng lợi từ việc tăng giá phân bón trên thế giới. Doanh thu và lợi nhuận năm 2022 đạt lần lượt 15.925 tỷ VND (+61,4% YoY) và 4.316 tỷ VND (+136,7% YoY). Lợi nhuận ròng công ty năm 2022 tăng 2,4 lần so với năm 2021 do tăng trưởng doanh thu vượt trội hơn so với tốc độ tăng của giá vốn. Sau giai đoạn tăng trưởng mạnh, doanh thu và lợi nhuận ròng của công ty có dấu hiệu suy giảm khi chỉ đạt 12.571 tỷ VND (-21,06% YoY) và 1.109 tỷ VND (-74,3% YoY) vào năm 2023.

Ngoại trừ các năm đột biến, các chỉ số tỷ suất sinh lợi của DCM (ROA, ROE, EPS) nhìn chung khá ổn định và có xu hướng tăng dần khi công ty mở rộng thêm mảng NPK có hiệu quả cao hơn (hình 28). Năm 2023, ROE của DCM là 10,8%, EPS đạt 2.095đ, tăng lần lượt 0,12% và 847đ so với năm 2020.

Hình 27: Kết quả kinh doanh DCM giai đoạn 2018-2023



Hình 28: Tỷ suất sinh lợi của DCM từ 2021



Nguồn: Báo cáo tài chính, SHS Research

Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí sản xuất, 48% - 75% tổng chi phí của DCM giai đoạn 2018 - 9M/2024. Các chi phí khác như chi phí bán hàng, chi phí quản lý được quản lý khá tốt.

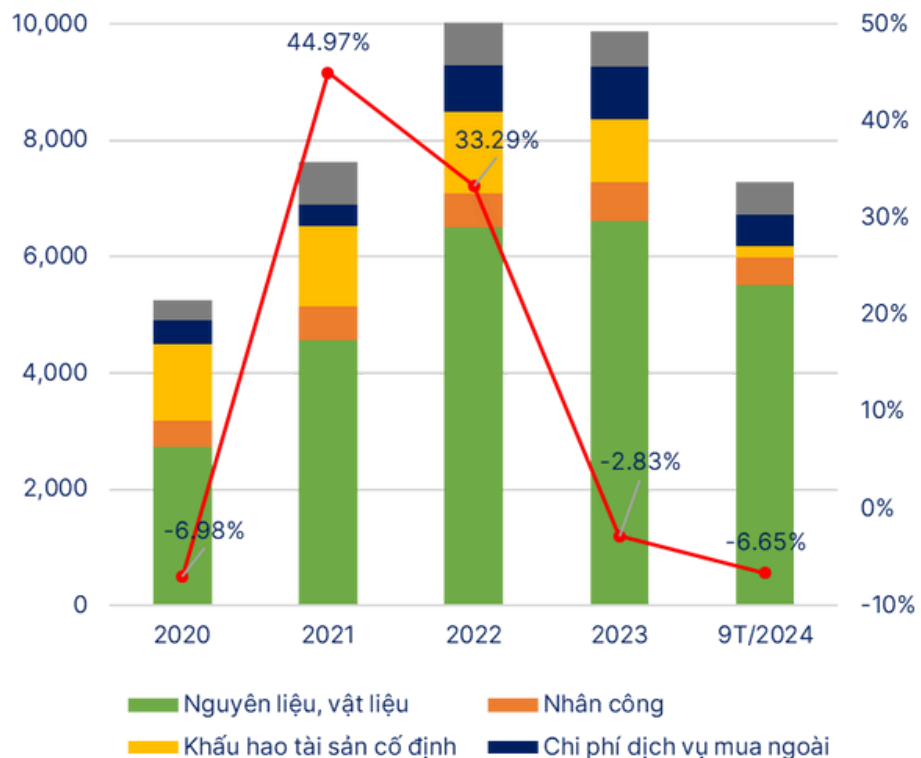
Nguyên liệu chính cho hoạt động sản xuất của DCM là khí thiên nhiên được mua từ PVN. Giá khí biến động qua các năm phụ thuộc vào giá dầu thế giới và chính sách giá của PVN. Kể từ năm 2023 giá được tính bởi công thức:

$$P = x * 46\% * MFO + (1-x) * 12,7\% * Brent$$

- Trong đó:
- x: tỷ trọng khí thuộc quyền nhận của PVN phân bổ cho Nhà máy Đạm Cà Mau theo lượng tiêu thụ thực tế hàng tháng, được tính theo giá 46% MFO từ ngày 01/01/2019 - 21/12/2027.
 - 1-x: lượng khí mua bổ sung từ Petronas, được tính theo giá 12,7% Brent

Theo cách tính toán mới trên, lượng khí phân bổ của PVN cho DCM sẽ giảm dần từ mức 90% (năm 2022 trở về trước) xuống khoảng 50-60% trong thời gian tới (năm 2023 là khoảng 55%). Việc thay đổi tỷ trọng phân bổ khí này đã khiến chi phí nguyên vật liệu đầu vào của DCM năm 2023 tăng lên đáng kể so với các năm trước, làm biên lợi nhuận gộp giảm xuống còn 16,16% (-19,66% YoY). Tuy nhiên, kể từ năm 2024, phần tăng lên do thay đổi tỷ trọng tính giá khí này có thể được bù đắp bằng (i) khấu hao nhà máy Urea duy trì ở mức thấp và (ii) giá dầu bắt đầu xu hướng giảm trong các năm tiếp theo. Dự báo giá dầu Brent năm 2025 dao động khoảng 73 - 77 USD/thùng (-7% YoY); giá dầu FO dao động khoảng 445-450 USD/tấn (-5% YoY), khi ấy giá khí đầu vào (P) sẽ giảm 1% YoY.

Hình 29: Cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố



Nguồn: Báo cáo tài chính, SHS Research

5.2. Tình hình tài chính vững mạnh với lượng tiền mặt và tiền gửi lớn.

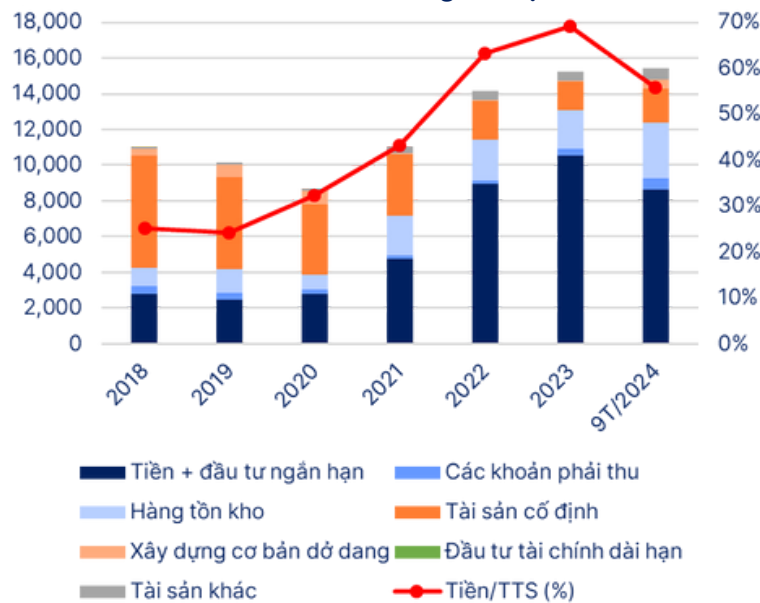
Tổng tài sản của DCM có xu hướng gia tăng qua các năm trong giai đoạn 2020 - 2024. Tính đến hết quý 3/2024, tổng tài sản DCM đạt 15.419,8 tỷ VND, CAGR 12,76%/năm. Tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn (66 - 89% tổng tài sản); đạt 12.822,8 tỷ VND (+0,7% YoY) tăng hơn 3 lần so với thời điểm cuối năm 2020. Động lực tăng trưởng chính đến từ lượng tiền mặt và tiền gửi dồi dào của công ty, đạt 8.615,5 tỷ VND (55% tổng tài sản); gấp 5,3 lần tổng nợ vay của công ty. Hàng tồn kho trong 9 tháng đầu năm 2024 của DCM tăng mạnh, đạt 3.173 tỷ VND (+46,8% YtD), chủ yếu đến từ thành phẩm (+46,7% YtD).

Tài sản dài hạn của DCM 9 tháng đầu năm đạt 2.597 tỷ VND (+50% YtD), tăng mạnh ở chi phí xây dựng dở dang do công ty đang phát triển nhiều dự án (cảng Nhơn Trạch, mở rộng nhà máy đạm Cà Mau...), tăng chi phí thuê đất và tăng TSCĐ do hợp nhất kinh doanh với Công ty TNHH Phân bón Hàn - Việt (KVF).

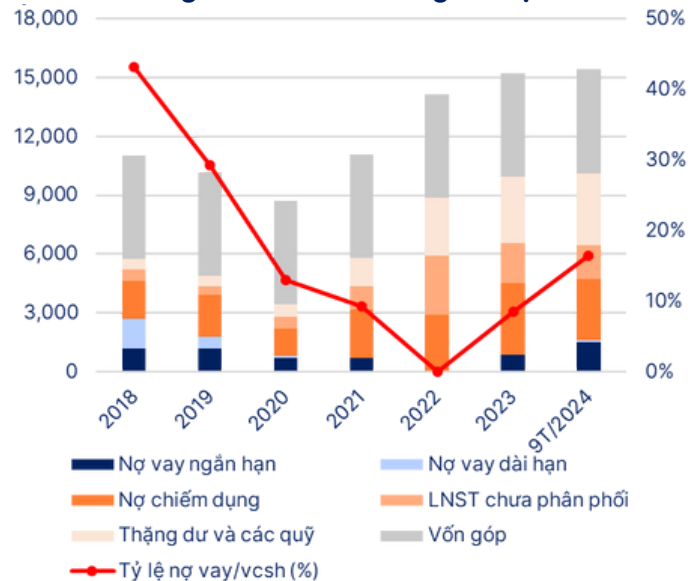
DCM có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp giảm dần qua các năm (giảm từ 43,14% - năm 2018 xuống 0,03% - năm 2022), sau khi tất toán toàn bộ khoản nợ vay dài hạn để thực hiện **(i) dự án nhà máy Đạm Cà Mau (2013)** và **(ii) dự án nhà máy sản xuất phân NPK (2017)**. Hiện tại, tính đến hết quý 3/2024, DCM vay dài hạn 132,8 tỷ VND; vay ngắn hạn 1.493,7 tỷ VND, tổng nợ vay 1.626,4 tỷ VND (tăng gần 2 lần so với đầu năm) để thanh toán tiền khí cho Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và tài trợ cho các dự án trong năm 2024 của doanh nghiệp.

Nhờ tỷ lệ nợ vay thấp cùng với lượng tiền mặt dồi dào, DCM trả cổ tức bằng tiền khá đều đặn qua các năm (trung bình khoảng 16% giai đoạn 2020 -2024) và ít chịu áp lực từ lãi vay, giúp doanh nghiệp có thể dễ dàng huy động vốn lớn với chi phí thấp trong tương lai.

Hình 30: Cơ cấu tài sản của DCM giai đoạn 2018 - 2024



Hình 31: Cơ cấu nguồn vốn của DCM giai đoạn 2018 - 2024



Nguồn: Báo cáo tài chính, SHS Research

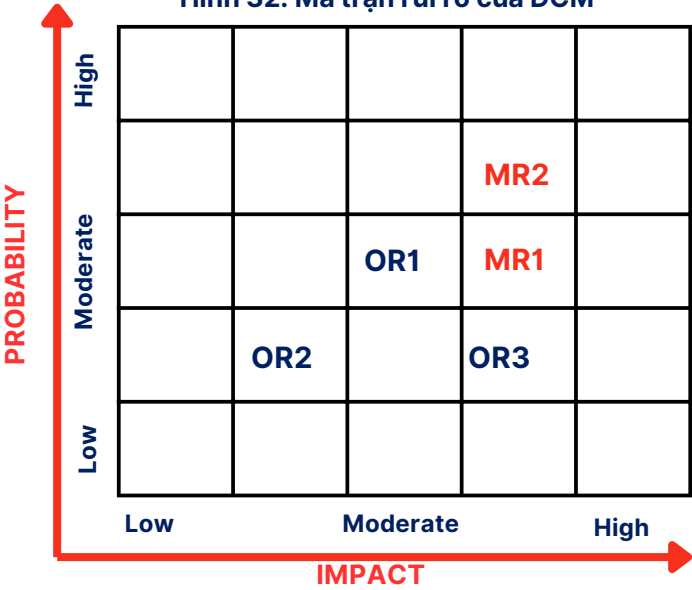
Dự án đầu tư

Nhà máy NPK Bình Định, dự án trọng điểm của DCM, đang được triển khai tại Khu công nghiệp Long Mỹ, TP Quy Nhơn với quy mô 3 ha và tổng vốn đầu tư 120 tỷ đồng từ nguồn vốn chủ sở hữu.

Nhà máy được thiết kế để sản xuất và phối trộn các loại phân bón cao cấp như NPK+TE với công suất 50.000 tấn/năm; đóng gói 50.000 tấn phân bón thành phẩm mỗi năm, cùng khả năng lưu trữ và kinh doanh lên đến 150.000 tấn nguyên liệu và sản phẩm phân bón. Dự án sau khi hoàn thành sẽ nâng cao năng lực sản xuất và mở rộng kênh phân phối sản phẩm của DCM ra thị trường miền Trung, Tây Nguyên và xuất khẩu.

6. RỦI RO

Hình 32: Ma trận rủi ro của DCM



Nguồn: SHS Research

6.1. Rủi ro hệ thống [MR]

[MR1] Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào

Giá dầu thô thế giới năm 2025 được dự báo sẽ đi ngang hoặc giảm nhẹ (1-3%) (*Triển vọng giá phân bón toàn cầu 2025*) từ đó, giúp giảm chi phí nguyên vật liệu đầu vào của DCM. Vì vậy, rủi ro [MR1] - biến động giá nguyên vật liệu đầu vào được đánh giá ở trung bình.

[MR2] Rủi ro biến động giá sản phẩm đầu ra

Giá phân bón Việt Nam 2025 được dự báo sẽ duy trì ở nền giá năm 2024, có thể tăng nhẹ 1 - 2%, và khó có thể giảm mạnh (*triển vọng giá phân bón Việt Nam 2025*). Do đó, rủi ro biến động giá sản phẩm đầu ra [MR2] được đánh giá ở mức trung bình

6.2. Rủi ro hoạt động [OR]

[OR1] Rủi ro về đối thủ cạnh tranh

(i) Mảng Urea

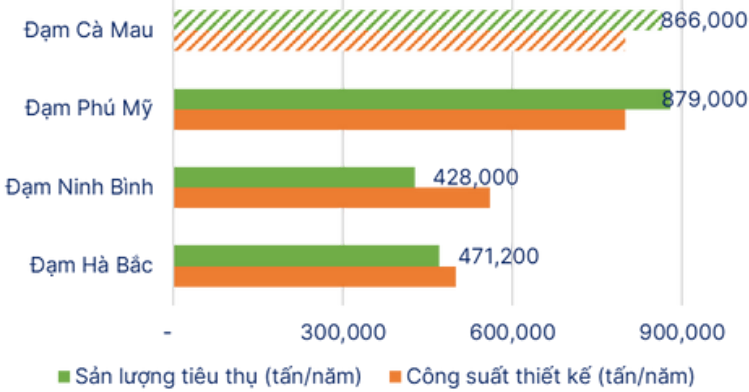
Là một loại phân bón quan trọng, chiếm 28% tổng nhu cầu phân bón hàng năm của cả nước, Việt Nam hiện có bốn nhà máy (NM) sản xuất phân Urea lớn: NM đạm Hà Bắc (CSTK 500.000 tấn/ năm), NM đạm Ninh Bình (CSTK 560.000 tấn/năm), NM đạm Phú Mỹ và NM Đạm Cà Mau (CSTK đồng 800.000 tấn/năm). Với sản phẩm ưu việt hơn 3 nhà máy còn lại không chỉ giúp DCM nâng cao năng lực cạnh tranh mảng NPK trên thị trường trong nước và quốc tế mà còn dễ dàng hơn trong việc thâm nhập các thị trường mới.

(ii) Mảng NPK

Thị trường phân NPK trong nước hiện đang có tính chất phân tán khi các doanh nghiệp nhỏ chiếm tới 53% thị phần; 2 doanh nghiệp có sản lượng lớn là CTCP Phân bón Bình Điền (BFC) và CTCP Supe Phốt phát và Hoá chất Lâm Thao (LAS) chỉ lần lượt chiếm 15% và 10% thị phần. BFC và LAS đã tham gia vào mảng NPK từ rất sớm (năm 2012) và có vị thế nhất định trong ngành. Tuy nhiên, việc công nghệ sản xuất lỗi thời và chưa có kế hoạch cải tiến trong tương lai có thể ảnh hưởng đến năng lực cạnh tranh của những công ty này trong giai đoạn tới, nhất là khi DCM và DPM gia tăng thị phần trong mảng này. Ngoài ra, với lợi thế đầu vào là công nghệ sản xuất Urea hiện đại và sản lượng sản xuất Urea hàng năm được duy trì ở mức cao giúp DCM và DPM có lợi thế vượt trội tại mảng NPK.

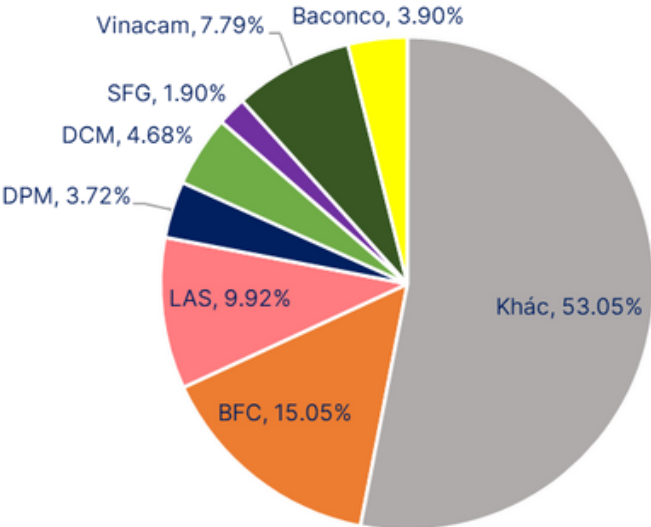
Với lợi thế về vị trí địa lý và cơ sở hạ tầng, DCM sẽ có điều kiện thuận lợi để tăng cường sự hiện diện và cạnh tranh mạnh mẽ hơn trong thị trường NPK, đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của khách hàng trong và ngoài nước. Do đó, rủi ro về đối thủ cạnh tranh [OR1] của DCM được đánh giá ở mức trung bình.

Hình 33: CSTK và sản lượng tiêu thụ phân Urea 04 nhà máy phân bón đầu ngành năm 2023



Nguồn: SHS Research

Hình 34: Thị phần phân NPK trong nước



Nguồn: SHS Research

[OR2] Rủi ro về môi trường

Do hoạt động đặc thù trong ngành sản xuất hóa chất cơ bản, những sự cố và tổn hại trong quá trình sản xuất kinh doanh có thể tác động tiêu cực đến con người và môi trường xung quanh. Một số rủi ro tiêu biểu về môi trường mà DCM phải đối mặt như: Rò rỉ khí, Biến đổi khí hậu (do tạo ra lượng phát thải khí nhà kính trong quá trình sản xuất), Ô nhiễm môi trường (từ nguồn nước thải, chất thải rắn gây ảnh hưởng đến môi trường nước, không khí...)...

Với nhu cầu tất yếu của xu hướng phát triển bền vững, DCM đẩy mạnh quản trị công ty dựa trên 3 yếu tố: Môi trường (E), Xã hội (S) và Quản trị (G). Về môi trường (E), DCM luôn tuân thủ nghiêm ngặt các quy định của pháp luật về bảo vệ môi trường, thực hiện quản lý theo tiêu chuẩn Quốc tế, kiểm soát ô nhiễm về chất thải và khí thải, tiết kiệm tài nguyên... Các nguồn thải từ Nhà máy đều được kiểm soát chặt chẽ, được giảm thiểu tối đa về số lượng và kiểm soát chất lượng luôn đạt quy định cho phép trước khi thải ra môi trường. Đồng thời, DCM tích cực nâng cao ý thức trách nhiệm của toàn thể người lao động đối với cộng đồng và môi trường xung quanh.

Trong năm 2023, DCM đã kiểm soát chặt chẽ và không để xảy ra bất cứ sự cố môi trường nào nghiêm trọng xảy ra. DCM luôn đáp ứng đầy đủ những yêu cầu, chính sách và quy định của Luật Bảo vệ môi trường, thường xuyên công bố kết quả Quan trắc môi trường hàng quý ra công chúng... Do đó, rủi ro về môi trường [OR2] của DCM được đánh giá ở mức trung bình.

[OR3] Một số rủi ro khác

Quá trình sản xuất kinh doanh luôn tồn tại một số rủi ro khác mà tất cả các doanh nghiệp đều không thể kiểm soát như thiên tai, lũ lụt, chiến tranh, dịch bệnh... Những trường hợp bất khả kháng này rất ít khi xảy ra, rất khó dự báo nhưng khi xảy ra sẽ để lại những hậu quả khó lường cho Công ty cả về con người và tài sản. Nhằm hạn chế tối đa thiệt hại, Công ty luôn chủ động bằng cách mua bảo hiểm cho người lao động và tài sản của Công ty. Đồng thời, Công ty luôn cố gắng lường trước các kịch bản xấu và lên các phương án chủ động phòng ngừa và xử lý khi có biến cố xảy ra.

Rủi ro [OR3] được đánh giá ở mức cao.

7. KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG ĐẦU NĂM 2024

Bảng 4: Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm của DCM

Đơn vị: Tỷ VND	9M2024	9M2023	%YoY	Diễn giải
Doanh thu thuần	9.241,84	9.036,24	+2,28%	
Mảng Urea	5.552,03	6.325,13	-12,22%	Mảng Urea: Lũy kế 9 tháng đầu năm, sản lượng sản xuất và tiêu thụ của DCM đạt lần lượt 701,33 nghìn tấn (-1% YoY) và 641,67 nghìn tấn (-11,35% YoY). Doanh thu 9 tháng đầu năm chiếm hơn 58% tổng doanh thu, giảm 12,2% YoY; giảm mạnh ở cả thị trường trong nước (3.626,1 tỷ VND; -14,57%) và nước ngoài (1.925,93 tỷ VND; -7,44%). Doanh thu và sản lượng có phần sụt giảm do DCM tiến hành bảo dưỡng nhà máy trong tháng 8 cùng với tình hình mưa lũ thường xuyên trong giai đoạn tháng 7-8/2024. Giá urea 9 tháng đầu năm 2024 tăng nhẹ 1% so với giá trung bình năm 2023, vẫn ở mức tương đối thấp giúp nông dân có thể mạnh dạn đầu tư cho sản xuất.
Mảng NPK	1.831,55	1.051,94	+74,17%	Mảng NPK: 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu từ sản phẩm NPK của DCM đạt 1.831,55 tỷ VND (+74,11% YoY), chiếm gần 20% tổng doanh thu; tăng mạnh cả ở thị trường trong nước và xuất khẩu khi lần lượt đạt 1.782,10 tỷ VND (+74,95% YoY) và 49,15 tỷ VND (+48,46%) nhờ thương vụ M&A với KVF.
Hàng hóa phân bón	1.538,16	1.533.01	+1,34%	Mảng hàng hóa phân bón: Doanh thu 9 tháng đầu năm tăng nhẹ, +1,34% YoY, sản lượng tiêu thụ đạt 175 nghìn tấn (+33,42% YoY), giá bán bình quân theo giá thể giới đạt 8.789 VND/kg (-24,8% YoY).
Khác	633,38	526,82	+20,23%	
Lợi nhuận gộp	1.705,15	1.116,35	+52,74%	
Mảng Urea	1.448,21	1.160.37	+24,81%	Lợi nhuận gộp đạt 1.705,15 tỷ VND (+52,74% YoY). Trong đó:
Mảng NPK	294.04	133.90	+119,60%	Lợi nhuận gộp mảng Urea tăng 24,81% YoY, đạt 1.448,21 tỷ VND (tương ứng biên lợi nhuận gộp đạt 26,08%; +7,73% bps) nhờ nhà máy DCM hết khấu hao từ quý IV/2023.
Hàng hóa phân bón	136.35	132.22	+3,12%	
Khác	139.82	90.52	+54,47%	
Biên LN gộp	18,45%	12,35%	+6,1% bps	
Mảng Urea	26,08%	18,35%	+7,73% bps	Lợi nhuận gộp mảng NPK tăng 119,60%, đạt 294,04 tỷ VND (tương ứng biên lợi nhuận gộp 16,05%, +3,32% bps) nhờ hợp nhất nhà máy NPK Hàn Việt.
Mảng NPK	16,05%	12,73%	+3,32% bps	
Hàng hóa phân bón	8,86%	8,62%	+0,24 bps	Kỳ vọng thị trường Urea và NPK sẽ sôi động hơn vào những tháng cuối năm khi thời tiết thuận lợi hơn, Việt Nam cũng như các nước trong khu vực bắt đầu bước vào giai đoạn cao điểm của vụ mùa Đông - Xuân.
Khác	22,08%	17,18%	+4,9% bps	
Lợi nhuận sau thuế	1.055,93	616,53	+71,3%	Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm tăng mạnh, đạt 1.055,93 tỷ VND (+71,3% YoY), hoàn thành 132% kế hoạch năm. Do giá vốn các mảng kinh doanh chính giảm, đồng thời DCM đẩy mạnh kinh doanh mảng NPK và ghi nhận khoản lãi bất thường 167 tỷ VND sau thương vụ M&A với KVF.
EPS (VND/CP)	1.862	1.044	+78,35%	

8. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

8.1. Dự phóng KQKD

Năm 2024, SHS ước tính DCM đạt 12.853,6 tỷ VND doanh thu (+2,3% YoY), lợi nhuận sau thuế công ty dự báo đạt 1.420 tỷ VND (+27,9% YoY), EPS dự báo đạt 2.668 VND/ cổ phiếu dựa trên những cơ sở sau:

- Sau khi M&A, sản lượng tiêu thụ NPK ước đạt 210 nghìn tấn (tăng 30 nghìn tấn so với kế hoạch năm, tăng 71 nghìn tấn so với năm 2023).
- Doanh thu mảng Urea năm 2024 đạt 7.716 tỷ VND (-7,2% YoY); biên lợi nhuận gộp tương ứng đạt 26% (+3,4% YoY). Biên lợi nhuận cải thiện nhờ nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao.
- Ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường 167 tỷ VND từ giao dịch mua lại Phân bón Hàn Việt (KVF) với giá mua thấp hơn giá trị hợp lý.
- Doanh thu tài chính giảm 51% YoY do lãi suất giảm và lượng tiền gửi trung bình giảm.

Năm 2025, chúng tôi sử dụng giả định DCM không thay đổi giá bán (điều chỉnh giảm và cộng thêm thuế) để dự phóng; theo đó dự báo doanh thu DCM đạt 12.902,4 tỷ VND; tăng 0,4% YoY, và 1.810,2 tỷ VND lợi nhuận sau thuế; tăng 27,5% YoY. EPS năm 2025 dự báo đạt 3.402 VND/cổ phiếu.

- Chi tiết kết quả kinh doanh năm 2024F, 2025F được trình bày trong bảng 5.

Bảng 5: Dự phóng kết quả kinh doanh

	2023		2024F		2025F	
	tỷ VND	%YoY	tỷ VND	%YoY	tỷ VND	%YoY
Doanh thu thuần	12.570,5	-21,1%	12.853,6	2,3%	12.902,4	0,4%
Mảng Urea	8.311,0	-33,0%	7.716,2	-7,2%	7.949,3	3,0%
Mảng NPK	1.675,6	+33,7%	2.564,1	+53,0%	2.978,2	+16,1%
Hàng hóa phân bón	2.167,4	+9,9%	2.087,7	-3,7%	2.081,1	-0,3%
Khác	795,4	+5,7%	811,3	+2,0%	815,4	+0,5%
Lợi nhuận gộp	2.031,8	-64,4%	2.492,7	+22,7%	3.130,8	+25,6%
Lợi nhuận sau thuế	1.110,1	-74,3%	1.420,0	+27,9%	1.810,2	+27,5%
EPS (VND/CP)	2.095	-74,3%	2.668	+27,9%	3.402	+27,5%

8.2. Định giá cổ phiếu

Để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu DCM, SHS sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu DCM là: 42.400 VND/cổ phiếu, +11,4% so với giá đóng cửa 38.050 VND/cổ phiếu vào ngày 26/11/2024.

Bảng 6: Các giả định

Yếu tố	Lợi suất
Lãi suất phi rủi ro	4.3%
Beta	1.11
Phần bù rủi ro thị trường	7.34%
Chi phí sử dụng VCSH	12.48%
Chi phí sử dụng vốn vay	4,8%
Thuế suất	20%
WACC	11.79%
Tăng trưởng dài hạn	2%

Bảng 7: Kết quả định giá

	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền (tỷ VND)	13.335,4
+ Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn (tỷ VND)	10.627,1
- Nợ ngắn và dài hạn (tỷ VND)	1.486,4
- Lợi ích cổ đông không kiểm soát (tỷ VND)	31,4
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	22.444,7
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	529,4
Giá mục tiêu (VND/cp)	42.400

PHỤ LỤC 1

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ VND)	2022A	2023A	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	11.624,2	13.504,5	14.973,9	14.958,6
Tiền/tương đương tiền	2.125,6	2.284,4	2.708,8	2.877,7
Đầu tư ngắn hạn	6.812,0	8.242,0	6.963,0	6.989,4
Các khoản phải thu	188,1	365,8	889,4	892,8
Hàng tồn kho	2.282,5	2.160,6	3.803,6	3.587,3
Tài sản khác	215,9	451,7	609,1	611,4
Tài sản dài hạn	2.542,7	1.733,5	3.530,6	4.525,0
Tài sản cố định	2.206,9	1.600,2	2.786,4	3.735,7
Đầu tư dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Xây dựng cơ bản dở dang	33,2	88,2	487,2	531,3
Tài sản khác	302,6	45,1	257,1	258,0
Tổng tài sản	14.166,9	15.238,0	18.504,5	19.483,6
Nợ ngắn hạn	2.874,4	4.517,3	6.597,5	6.622,5
Khoản phải trả	1.028,5	1.989,3	2.654,9	2.665,0
Người mua trả tiền trước	106,5	23,3	773,8	776,8
Vay nợ ngắn hạn	2,6	845,8	1.156,8	1.161,2
Nợ khác	1.736,9	1.658,9	2.011,9	2.019,5
Nợ dài hạn	687,0	757,3	1.589,8	1.801,9
Vay nợ dài hạn	1,0	3,0	404,1	611,6
Nợ khác	685,9	754,4	1.185,7	1.190,2
Tổng nợ	3.561,4	5.274,6	8.187,3	8.424,4
Vốn chủ sở hữu	10.576,3	9.935,8	10.286,0	11.028,0
Vốn góp	5.294,0	5.294,0	5.294,0	5.294,0
Thặng dư vốn cổ phần	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận giữ lại	3.018,5	2.044,9	2.066,0	2.384,3
Vốn khác	2.263,9	2.596,9	2.925,9	3.349,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	29,1	27,6	31,4	31,4
Tổng nợ và vốn CSH	14.166,9	15.238,0	18.504,5	19.483,6

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(tỷ VND)	2022A	2023A	2024F	2025F
LCTT từ HĐ kinh doanh	5.731,6	2.313,0	1.494,4	2.289,3
LCTT từ HĐ đầu tư	(2.384,8)	(1.469,1)	(723,3)	(1.273,5)
LCTT từ HĐ tài chính	(1.631,1)	(754,0)	(346,7)	(846,8)
LCTT trong kỳ	1.715,8	89,8	424,4	168,9
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	427,7	2.125,6	2.284,4	2.708,8
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	2.125,6	2.284,4	2.708,8	2.877,7

Báo cáo kết quả kinh doanh				
(tỷ VND)	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu	15.924,5	12.570,5	12.853,6	12.902,4
Giá vốn hàng bán	10.221,1	10.538,7	10.360,9	9.771,5
Lợi nhuận gộp	5.703,4	2.031,8	2.492,7	3.130,8
Chi phí hoạt động	1.350,9	1.349,2	1.375,4	1.380,6
Lợi nhuận hoạt động	4.352,5	682,6	1.117,4	1.750,2
Doanh thu tài chính	301,0	577,1	282,8	302,2
Chi phí tài chính	60,4	27,4	77,1	97,3
Lợi nhuận khác	15,2	24,8	192,7	25,8
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	4.596,3	1.254,8	1.511,4	1.976,6
Thuế TNDN	275,2	144,7	91,4	166,4
Lợi nhuận sau thuế	4.321,1	1.110,1	1.420,0	1.810,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,1	1,2	7,4	9,4
LNST của cty mẹ	4.316,0	1.108,9	1.412,7	1.800,8
% Biên LNST	27,1%	8,8%	11,0%	14,0%
EPS (VND)	8.152,5	2.094,6	2.668,4	3.401,6

Các chỉ số tài chính				
(tỷ VND)	2022A	2023A	2024F	2025F
Chỉ số định giá				
SLCP lưu hành (triệu cp)	529.400	529.400	529.400	529.400
EPS (VND)	8.153	2.095	2.668	3.402
Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	35,8%	16,2%	19,4%	24,3%
Biên LN ròng	27,1%	8,8%	11,0%	14,0%
ROE	48,0%	10,8%	14,2%	17,0%
ROA	34,2%	7,6%	8,0%	9,5%

Chỉ số đòn bẩy (lần)				
Chỉ số thanh toán lãi vay	448,3	124,6	20,6	21,3
Tỷ số nợ vay/tổng tài sản	0,0%	5,6%	8,4%	9,1%
Tỷ số nợ vay/VCSH	0,0%	8,5%	15,1%	16,0%
H.số TT hiện hành	4,0	3,0	2,3	2,3
H.số thanh toán nhanh	3,2	2,4	1,6	1,6

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Mua: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Bán: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngõ Quyền, Hàng Bài, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84.24.38181888
Fax: 84.24.38181688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Cao ốc Sài Gòn Metropolitan, 235 Đồng Khởi, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP HCM
Tel: 84.28.39151368
Fax: 84.28.39151369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, Số 03 Lê Đình Lý, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Thành phố Đà Nẵng
Tel: 84.236.3525777
Fax: 84.236.3525779
Email: contact-dn@shs.com.vn