

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)

KHẢ QUAN

Hoá chất

Giá hiện tại	VND37.100
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND40.700/VND27.000
Giá mục tiêu	VND44.100
Giá mục tiêu trước đó	NA
Consensus	7,9%
Tiềm năng tăng giá	19,1%
Tỷ suất cổ tức	2,3%
Tổng tỷ suất sinh lời	21,4%

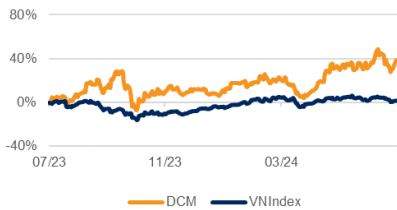
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Tích cực
Tín hiệu kỹ thuật	Kém Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	789,4
GTGTBQ 3 tháng (tr USD)	8,1
Sở hữu NN (tr USD)	324,6
Số CP lưu hành (tr)	529,4
Số CP sau pha loãng (tr)	529,4

	DCM	Ngành	VNI
P/E Trượt	13,5x	16,0x	14,3x
P/B hiện tại	2,0x	1,6x	1,7x
ROA	8,8%	6,3%	1,3%
ROE	15,1%	12,8%	4,8%

*dữ liệu ngày 31/7/2024

Diễn biến giá



Hiệu suất (%)	1T	3T	12T
DCM	4,7	29,4	42,8
VNINDEX	0,0	2,9	3,1

Cơ cấu sở hữu

PVN	75,6%
PVFCCapital	8,7%
Khác	15,7%

Tổng quan doanh nghiệp

DCM là doanh nghiệp duy nhất và đầu tiên có thể sản xuất urê hạt đục tại Việt Nam. Sản phẩm chính của DCM là urê hạt đục và NPK. Ngoài ra, DCM còn nhập khẩu và phân phối các dòng phân bón khác như DAP, Kali, OM (phân hữu cơ). Hiện tại, DCM chiếm lần lượt 37%/11% thị phần tiêu thụ urê và NPK trong nước.

Chuyên viên phân tích:



Dương Thị Thu Huệ

Hue.duongthu@vndirect.com.vn

Chờ đợi tác động tích cực từ luật thuế GTGT mới

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 19,1% và tỷ suất cổ tức 2,3%.
- DCM là doanh nghiệp đầu tiên và duy nhất sản xuất urê hạt đục tại Việt Nam với thị phần tiêu thụ urê/NPK trong nước lần lượt là 37%/ 11%.
- P/E trượt hiện ở mức 13,5x, thấp hơn trung bình ngành (21,8x), ở mức khá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng của công ty.

Điểm nhấn tài chính

- Lợi nhuận (LN) ròng Q2/24 tăng 97,1% svck lên 569 tỷ đồng chủ yếu do biên LN gộp cải thiện và khoản thu nhập bất thường từ thương vụ mua KVF.
- Tình hình tài chính vững mạnh với tỷ lệ tiền mặt ròng/VCSH là 93,4% và tỷ lệ tiền & các khoản đầu tư ngắn hạn chiếm 63% tổng tài sản vào cuối Q2/24.
- Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2024 sẽ tăng 56,3% svck nhờ việc nhà máy urê đã khấu hao hết từ cuối 2023 và mảng NPK tích cực hơn.

Luận điểm đầu tư

Mở rộng biên LN gộp trong năm 2024 chủ yếu nhờ nhà máy urê hết khấu hao

Nhà máy urê Cà Mau sẽ hết khấu hao vào Q4/23. Chúng tôi dự báo chi phí khấu hao của nhà máy urê sẽ giảm 94% svck xuống còn 50 tỷ đồng trong 2024 và duy trì ở mức thấp trong giai đoạn 2025-26, chủ yếu đến từ khấu hao cho bảo trì và nâng cấp nhà máy. Điều này giúp biên LN gộp mảng urê cải thiện 4,1đ % svck lên 26,7%.

Luật thuế GTGT sửa đổi dự kiến hỗ trợ cải thiện lợi nhuận từ năm 2025.

Cuối tháng 6/2024, Chính phủ đã báo cáo Quốc hội về dự thảo luật thuế GTGT sửa đổi với đề xuất áp dụng mức thuế suất 5% đối với phân bón thay vì không áp thuế như hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng Quốc hội sẽ thông qua dự thảo này tại kỳ họp thứ 8 (tháng 10/2024) và áp dụng từ năm 2025. Nếu được chấp thuận, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của DCM sẽ tăng lần lượt 20,3%/21,6% trong năm 2025-26 so với trường hợp áp dụng quy định hiện hành.

Mở rộng quy mô mảng NPK nhờ sáp nhập thành công với KVF

Trong 5 tháng đầu năm 2024, DCM đã sáp nhập thành công và đưa hệ thống của Hàn Việt (KVF) vào hệ sinh thái doanh nghiệp, nâng tổng công suất sản xuất NPK của DCM lên 660.000 tấn. Hơn nữa, DCM còn có thể tiếp cận với mạng lưới khách hàng sẵn có của KVF tại khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nguyên. Chúng tôi dự báo mức tiêu thụ NPK sẽ tăng trưởng lần lượt 60%/15% svck trong năm 2024-25.

Xuất khẩu là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ urê trong năm 2024

Với tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ urê trong nước bị hạn chế do diện tích đất canh tác không tăng, chúng tôi tin rằng Campuchia tiếp tục là thị trường mục tiêu giúp DCM cải thiện sản lượng bán hàng nhờ: 1) tiết kiệm chi phí vận chuyển nhờ vị trí thuận lợi; và 2) tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ cao do tỷ lệ sử dụng phân bón thấp của Campuchia và mục tiêu xuất khẩu 1 triệu tấn gạo vào năm 2025 của Chính phủ nước này. Kết hợp với việc mở rộng thị trường xuất khẩu sang các nước khác như Úc và New Zealand, chúng tôi cho rằng xuất khẩu sẽ là động lực chính cho tăng trưởng tiêu thụ urê vào năm 2024 với mức tăng trưởng 12% svck.

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	-21,1%	8,5%	-5,4%	-0,5%
Tăng trưởng EPS	-74,3%	42,3%	-14,9%	0,3%
Biên lợi nhuận gộp	16,2%	19,8%	19,2%	19,8%
Biên lợi nhuận ròng	8,8%	11,6%	10,4%	10,5%
P/E (x)	19,3	13,5	15,9	15,8
Rolling P/B (x)	1,3			
ROAE	10,8%	16,4%	14,4%	14,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

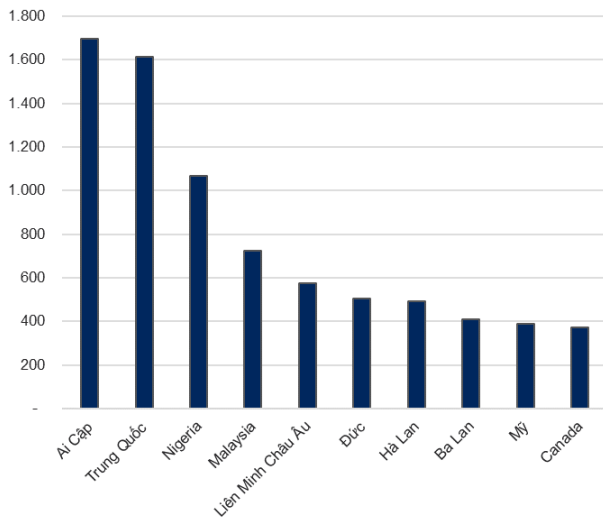
Triển vọng thị trường phân bón: Giá urê tiếp tục xu hướng giảm trong 2024-25

Trung Quốc và Ấn Độ thống trị thị trường phân bón toàn cầu

Công suất sản xuất urê toàn cầu năm 2023 vào khoảng 227 triệu tấn, với sản lượng thực tế vào khoảng 190 triệu tấn. Trung Quốc và Ấn Độ đóng vai trò quan trọng trong thị trường urê toàn cầu. Trung Quốc là nước sản xuất urê hàng đầu thế giới, chiếm 33% sản lượng toàn cầu. Đây cũng là nước tiêu thụ lớn nhất, với nhu cầu hàng năm là 58,6 triệu tấn. Trung Quốc có thể xuất khẩu khoảng 3-4 triệu tấn/năm sau khi đã đáp ứng nhu cầu trong nước. Ấn Độ là nước tiêu thụ urê lớn thứ hai trên toàn cầu, với nhu cầu là 35,5 triệu tấn/năm. Do năng lực sản xuất thấp hơn, Ấn Độ phải nhập khẩu 8-10 triệu tấn urê hàng năm, trở thành nước nhập khẩu urê lớn nhất thế giới.

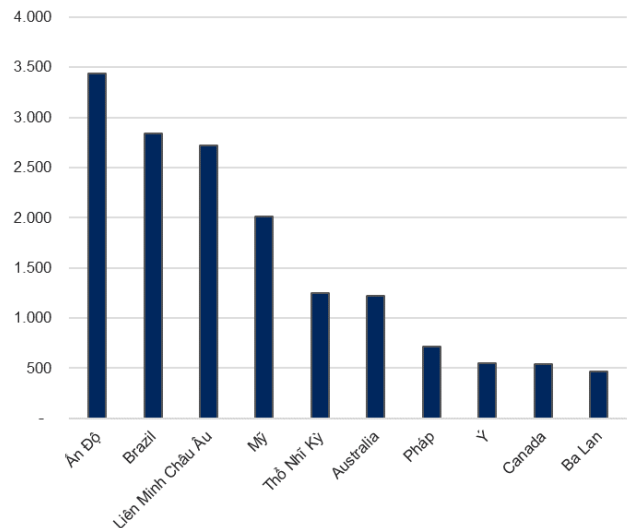
Ai Cập, Trung Quốc và Nigeria là những nước xuất khẩu urê hàng đầu do có lợi thế khí đốt tự nhiên giá rẻ, công nghệ dầu khí tiên tiến và năng lực sản xuất dư thừa. Do đó, nguồn cung urê toàn cầu chịu ảnh hưởng lớn từ chính sách xuất khẩu của các nước này.

Hình 1: 10 nước xuất khẩu urê lớn nhất thế giới 2023 (triệu USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EOC WORLD

Hình 2: 10 nước nhập khẩu lớn nhất thế giới 2023 (triệu USD)



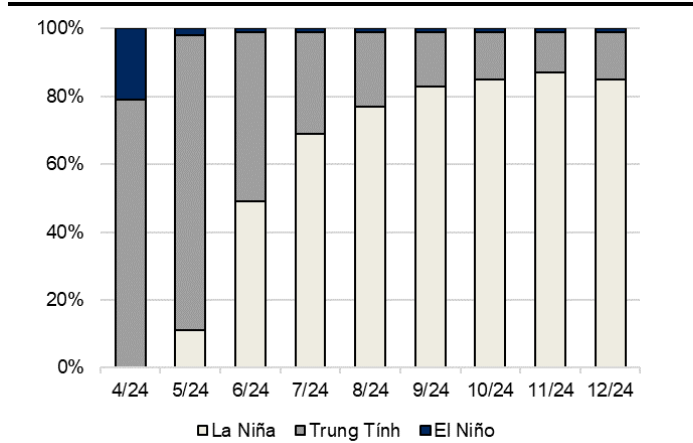
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EOC WORLD

Nhu cầu urê toàn cầu năm 2024 tăng trong bối cảnh nguồn cung dồi dào

Hiện tượng ENSO thay đổi sẽ thúc đẩy tiêu thụ urê toàn cầu vào 2024

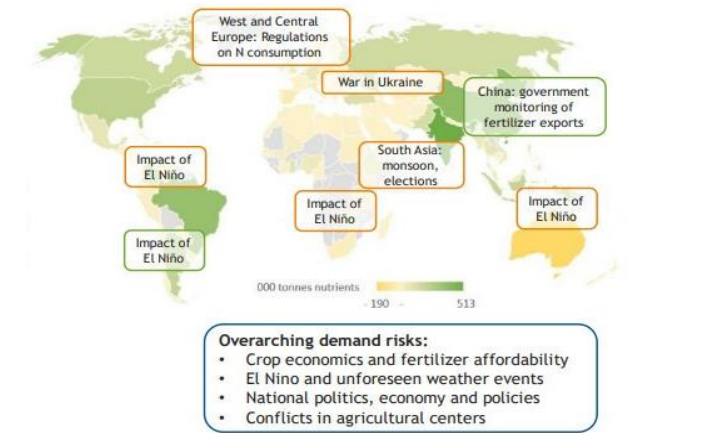
Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI) dự báo hiện tượng El Nino chuyển sang trạng thái trung tính từ tháng 4 - tháng 6 năm 2024 và dần chuyển sang trạng thái Lanina từ tháng 7 đến tháng 8 năm 2024. Điều này có lợi cho hoạt động nông nghiệp ở Đông Á, Nam Á và Mỹ Latinh, nhưng lại gây bất lợi cho Châu Đại Dương và Châu Phi. Hiệp hội Phân bón Quốc tế (IFA) dự báo mức tiêu thụ Nitơ toàn cầu (trong đó urê chiếm 75%) sẽ cải thiện 2% svck lên 111,6 triệu tấn vào năm 2024. Mỹ Latinh, Đông Á và Nam Á sẽ là những thị trường chính thúc đẩy mức tiêu thụ phân bón toàn cầu (N + P2O + K2O) vào năm 2024 nhờ được hưởng lợi từ hiện tượng ENSO thay đổi. Chúng tôi kỳ vọng mức tiêu thụ urê toàn cầu cũng tăng 2% svck dựa theo mức tăng tiêu thụ Nitơ vào năm 2024.

Hình 3: Dự báo hiện tượng ENSO năm 2024F



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Nhu cầu phân bón – biến động 2024 so với 2023 (N + P2O5 + K2O)



Nguồn: IFA, VNDIRECT RESEARCH

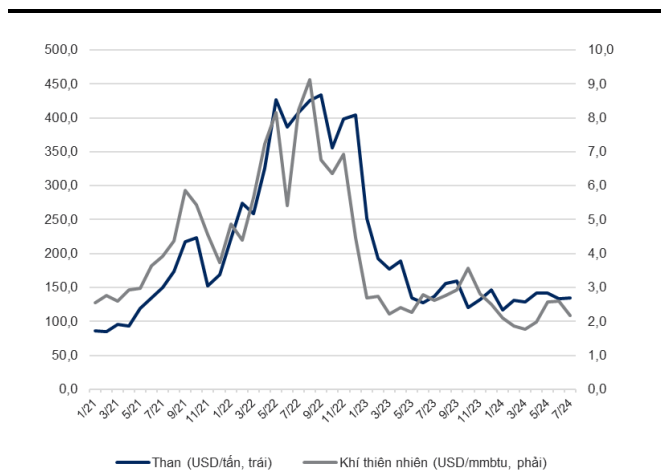
Nguồn cung urê cải thiện nhờ nhu cầu cao hơn và chi phí sản xuất thấp

IFA dự báo công suất sản xuất urê toàn cầu sẽ tăng 1,8% svck lên 230,8 triệu tấn vào năm 2024 và tăng trưởng ở tốc độ CAGR là 1,3% trong năm 2023-27. Đặc biệt, Đông Âu và Trung Á, Châu Phi và Nam Á sẽ là các khu vực chính dẫn dắt sự tăng trưởng trong công suất sản xuất urê toàn cầu trong giai đoạn này.

Giá bình quân của khí đốt tự nhiên/than trong 6 tháng đầu năm 2024 giảm lần lượt 12,3%/37,9% svck. Ngân hàng Thế giới dự báo giá khí đốt tự nhiên sẽ giảm vào năm 2024 trước khi tăng mạnh vào năm 2025 khi các cảng LNG mới được đưa vào hoạt động, từ đó thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu. Giá than dự kiến sẽ giảm đáng kể vào năm 2024-25

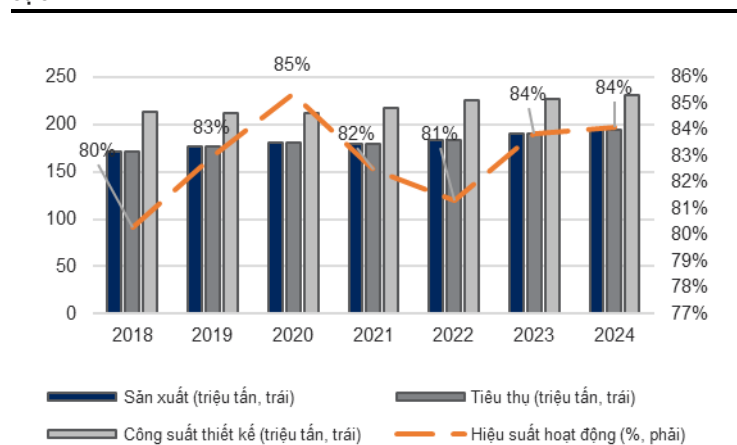
Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng sản lượng urê toàn cầu sẽ tăng 2% svck lên 193,8 triệu tấn vào năm 2024 nhờ: 1) tiêu thụ urê tăng; 2) giá nguyên liệu thô thấp khuyến khích sản xuất; và 3) tiềm năng từ nguồn cung urê mới.

Hình 5: Giá nguyên liệu thấp khuyến khích sản xuất Urê



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Sản xuất Urê toàn cầu sẽ cải thiện trong 2024 nhờ nhu cầu tích cực



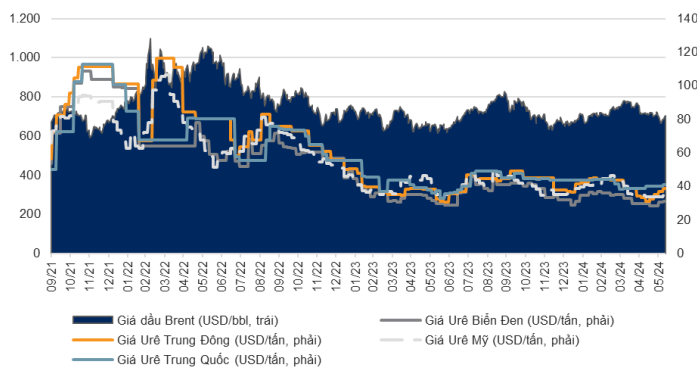
Nguồn: IFA, VNDIRECT RESEARCH

Giá urê tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2024-25 do giá nguyên liệu thô giảm

Giá urê bình quân tại một số khu vực trọng điểm như Biển Đen và Trung Quốc giảm lần lượt 2,6%/5,8% svck xuống còn 302/342 USD/tấn trong 6 tháng đầu năm 2024. Chúng tôi cho rằng giá phân bón toàn cầu giảm chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào giảm.

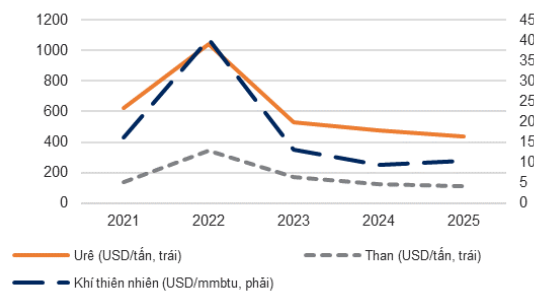
Theo Ngân hàng Thế giới, giá urê toàn cầu dự kiến giảm lần lượt 2%/7% svck trong giai đoạn 2024-25 do: 1) hiện tượng dư cung urê xảy ra do giá nguyên liệu thô giảm sẽ thúc đẩy sản xuất và Trung Quốc cũng có kế hoạch tái xuất khẩu urê; 2) Ấn Độ tăng sản lượng sản xuất trong nước để giảm nhu cầu nhập khẩu phân bón trong giai đoạn 2024-25; và 3) giá sản phẩm nông nghiệp dự kiến giảm sẽ tác động tiêu cực đến khả năng chi trả cho phân bón.

Hình 7: Giá urê thế giới hầu hết đều giảm trong 6 tháng đầu năm 2024 (USD/triệu tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 8: Dự báo giá urê của Ngân hàng Thế giới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WORLD BANK

Hình 9: Danh sách các sự kiện toàn cầu sẽ ảnh hưởng đến giá urê trong năm 2024-25. Chúng tôi tin rằng những trở ngại về nhu cầu (Ấn Độ giảm nhập khẩu urê, giá sản phẩm nông nghiệp giảm) và giá nguyên liệu thô vẫn ở mức thấp sẽ duy trì xu hướng giảm giá urê trong năm 2024-25

Bên	Sự kiện	Ảnh hưởng tới giá Urê	Nhận xét
Nhu cầu	Ấn Độ kế hoạch giảm nhập khẩu Urê		Ấn độ là nhà nhập khẩu Urê lớn nhất thế giới với nhu cầu nhập khẩu hàng năm khoảng 10 triệu tấn Urê. Ấn Độ đang tăng cường tự sản xuất với mục tiêu dừng việc nhập khẩu Urê vào cuối năm 2025. Điều này làm giảm nhu cầu nhập khẩu Urê toàn cầu.
	Giá nông sản thế giới giảm		World Bank dự báo giá ngô/lúa mì sẽ giảm lần lượt 20.8%/14.8% svck, giá gạo được dự báo tăng 7.5% svck. Việc giá nông giảm hầu hết được dự báo giảm giảm khả năng chi trả phân bón, tác động tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ phân bón toàn cầu.
	El Nino chuyển sang trạng thái trung tính		Hiện tượng El Nino đã chuyển sang trạng thái trung tính hơn từ tháng 4 - tháng 6 và được dự báo chuyển sang hiện tượng La Nina từ tháng 7/2024. Điều này tích cực cho canh tác nông nghiệp tại các khu vực như Đông Á, Nam Á và Mỹ La Tinh (chiếm 2/3 nhu cầu tiêu thụ phân bón toàn cầu) nhưng sẽ đe dọa đến việc canh tác nông nghiệp khu vực Nam Mỹ do thời tiết khô và hạn hán.
Nguồn cung	Trung Quốc kế hoạch tái xuất khẩu Urê		Trung Quốc có kế hoạch tái xuất khẩu Urê từ Q3/24. Điều này có thể khiến nguồn cung Urê toàn cầu dồi dào hơn, ảnh hưởng tiêu cực tới giá Urê.
	Xung đột Nga - Ukraine		Xung đột chính trị giữa Nga - Ukraine có thể tiếp tục làm gián đoạn nguồn cung Urê toàn cầu khi Nga là một trong những nhà xuất khẩu Urê lớn của thế giới.
	Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm (Khí, than)		Giá khí và than ở mức thấp sẽ khuyến khích sản xuất. Từ đó tăng nguồn cung Urê toàn cầu.

GHI CHÚ: Tích cực; Tiêu cực

Nguồn: IFA

Nhu cầu urê trong nước được dự báo tăng vào năm 2024

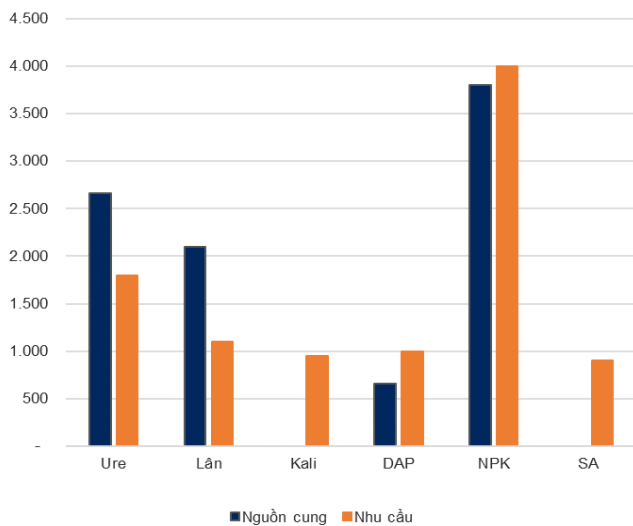
Việt Nam hiện đang dư cung phân urê và phân lân...

Công suất sản xuất phân bón của Việt Nam khoảng 28,5 triệu tấn, trong khi lượng phân bón tiêu thụ của cả nước khoảng 11 triệu tấn. Hiện nay, Việt Nam đang dư cung urê với tổng công suất là 2,6 triệu tấn, trong khi nhu cầu chỉ khoảng 1,8 - 2 triệu tấn/năm. Ngoài ra, Việt Nam cũng đang dư thừa nguồn cung phân lân với tổng công suất là 2,1 triệu tấn, trong khi nhu cầu hàng năm chỉ khoảng 1,1 triệu tấn.

...nhưng Việt Nam vẫn phải nhập khẩu một lượng lớn phân bón hàng năm

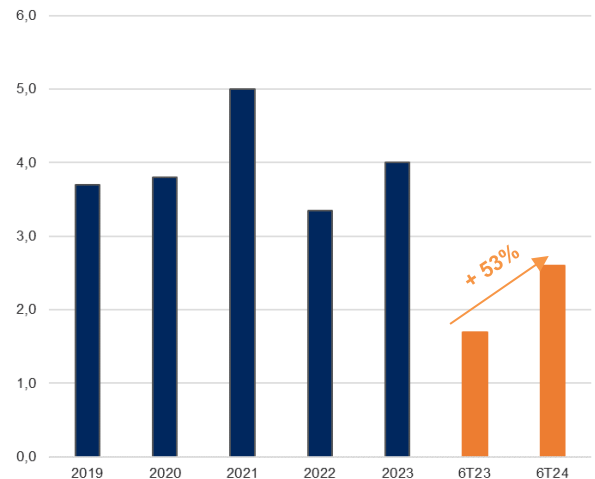
Mặc dù thị trường phân bón Việt Nam hiện nay đang dư thừa nguồn cung, nhưng hàng năm Việt Nam vẫn phải nhập khẩu một lượng lớn phân bón do thiếu nguyên liệu thô cũng như chất lượng sản phẩm trong nước thấp, không đáp ứng được nhu cầu của khách hàng. Các dòng phân bón nhập khẩu chính của Việt Nam là Kali, DAP, SA, phân hữu cơ và NPK chất lượng cao.

Hình 10: Cung/cầu một số loại phân bón chính tại Việt Nam (nghìn tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HIỆP HỘI PHÂN BÓN VIỆT NAM

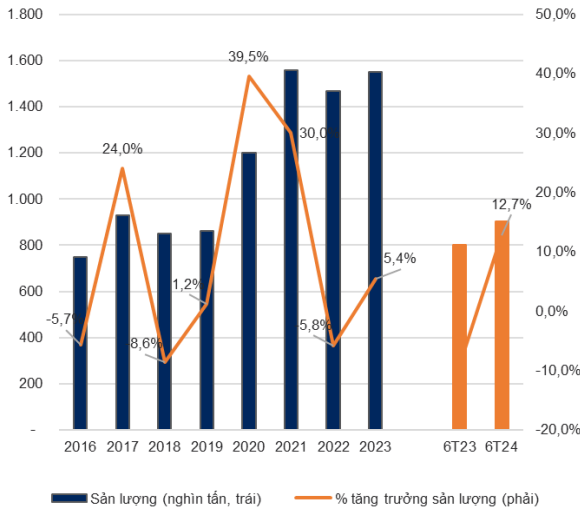
Hình 11: Lượng phân bón nhập khẩu của Việt Nam năm 2019-6 tháng đầu năm 2024 (triệu tấn)



Nguồn: DPM, VNDIRECT RESEARCH

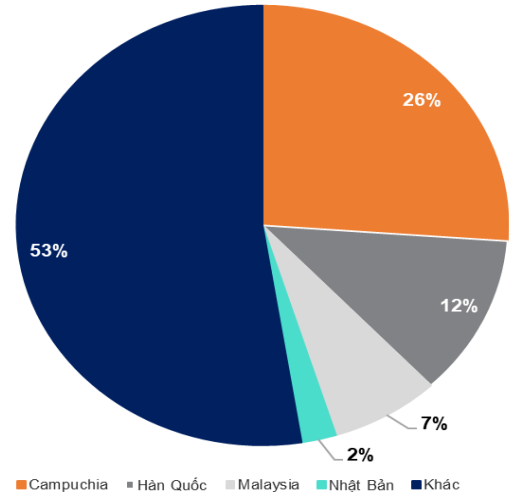
Việt Nam giải quyết tình trạng dư cung urê và cân bằng cách xuất khẩu

Hình 12: Xuất khẩu phân bón Việt Nam năm 2019 – 6 tháng đầu năm 2024 (triệu tấn)



Nguồn: VNDIRECT, BỘ CÔNG THƯƠNG

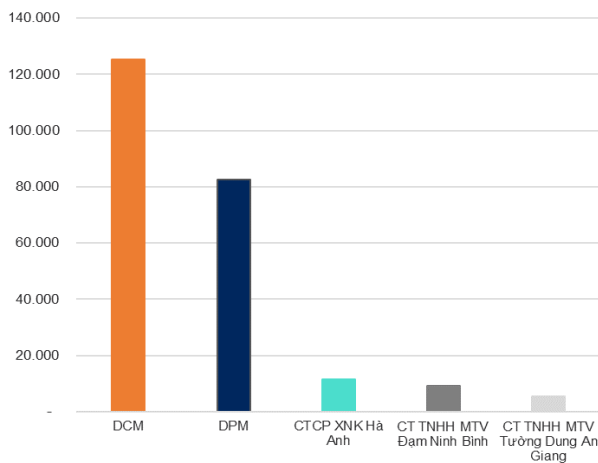
Hình 13: Tỷ trọng xuất khẩu phân bón của Việt Nam theo khu vực trong 5 tháng đầu năm 2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ CÔNG THƯƠNG

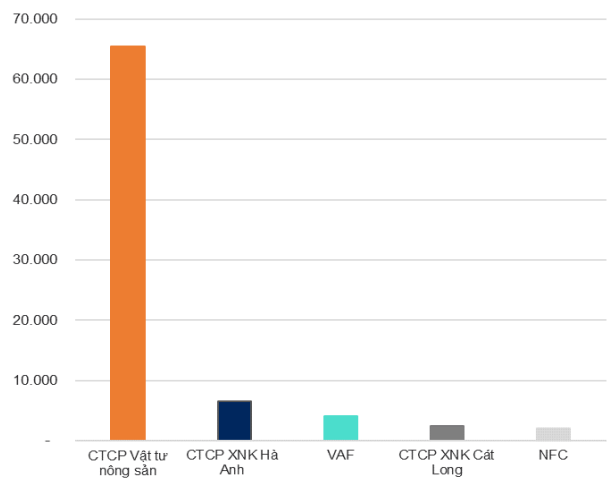
Sản lượng xuất khẩu phân bón của Việt Nam trong năm 2019-23 tăng trưởng kép 15,8%. Trong 6 tháng đầu năm 2024, sản lượng xuất khẩu phân bón của Việt Nam tăng 12,7% svck lên 903.000 tấn. Trong số đó, Campuchia vẫn là thị trường xuất khẩu phân bón lớn nhất của Việt Nam. DCM và DPM là những công ty xuất khẩu urê lớn nhất, trong khi CTCP vật tư nông sản, CTCP XNK Hà An và VAF là những công ty xuất khẩu phân lân hàng đầu. Ở thị trường nội địa, nhu cầu tiêu thụ urê và phân lân thường chịu tác động bởi nhiều yếu tố như thời tiết, mùa vụ và giá nông sản. Tuy nhiên, tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ trong nước bị hạn chế do diện tích đất canh tác nông nghiệp không tăng. Do đó, chúng tôi dự báo rằng xuất khẩu sẽ tiếp tục là yếu tố chính thúc đẩy các nhà sản xuất urê và phân lân tại Việt Nam trong tương lai.

Hình 14: 5 doanh nghiệp xuất khẩu urê lớn nhất Việt Nam theo sản lượng (tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BCSI, VIBIZ

Hình 15: 5 công ty xuất khẩu phân lân lớn nhất Việt Nam theo sản lượng (tấn)

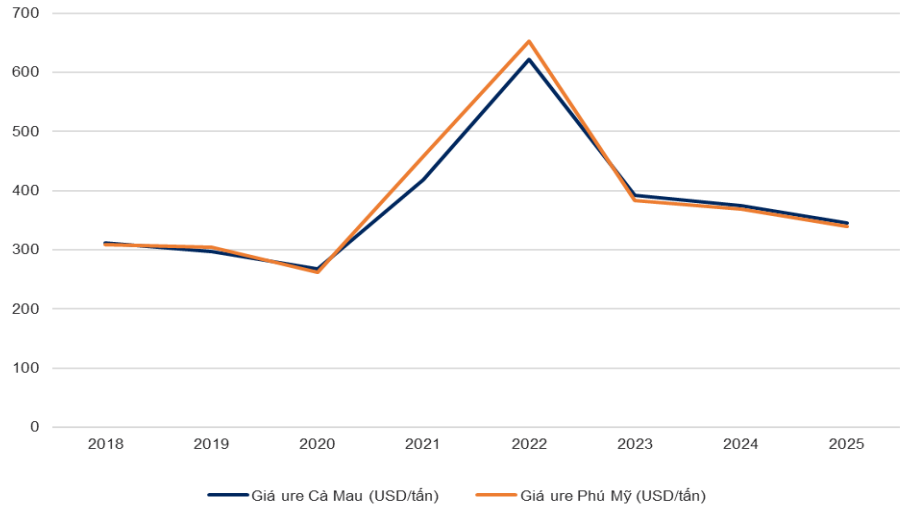


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BCSI, VIBIZ

Nhu cầu urê trong nước sẽ tăng vào năm 2024, được thúc đẩy bởi giá nông sản cao và giá urê thấp hơn

Giá urê trong nước sẽ giảm theo xu hướng giá urê thế giới

Hình 16: Dự báo giá urê trong nước giai đoạn 2024-26



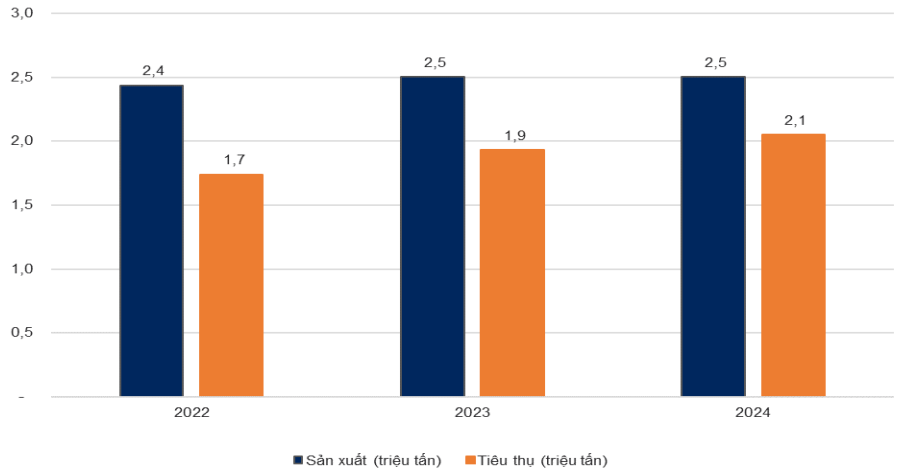
Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Giá urê trong nước bình quân trong 5 tháng đầu năm 2024 giảm 3,3% svck xuống còn 10.530 đồng/kg (420 USD/tấn). Tuy nhiên, giá urê hiện tại vẫn cao hơn từ 25 - 20% so với giá urê trước đại dịch covid 19. Do giá urê Việt Nam có mối tương quan cao với giá urê thế giới, chúng tôi dự báo giá urê trong nước cũng sẽ giảm 2%/7% svck trong giai đoạn 2024-25.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng urê trong nước ổn định vào năm 2024...

Hiện nay, Việt Nam có 4 công ty sản xuất urê với tổng công suất thiết kế là 2,6 triệu tấn/năm. Tổng sản lượng urê sản xuất hàng năm của Việt Nam đạt khoảng 2,2 - 2,4 triệu tấn. Chúng tôi dự báo tổng nguồn cung urê của Việt Nam năm 2024 sẽ đi ngang svck chủ yếu do sản lượng urê sản xuất của nhà máy urê Phú Mỹ tăng bù đắp cho kế hoạch giảm sản lượng của nhà máy urê Hà Bắc.

Hình 17: Dự báo sản lượng và tiêu thụ ure của Việt Nam năm 2024



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

...trong khi mức tiêu thụ được cải thiện do giá gạo cao thúc đẩy nhu cầu

Trong 5 tháng đầu năm 2024, theo Tổng cục Hải quan, xuất khẩu gạo của Việt Nam tăng 11,2% svck về sản lượng và 38% svck về giá trị. Giá bán cũng tăng trung bình 20,7% svck lên 635,6 USD/tấn. Các chuyên gia dự báo giá gạo Việt Nam sẽ vẫn ở mức cao (khoảng 700 USD/tấn) trong năm 2024 do nguồn cung gạo toàn cầu hạn chế, từ đó khuyến khích trồng lúa nhiều hơn và tăng vụ mùa. Kết hợp với giá ure giảm, từ đó thúc đẩy mức tiêu thụ phân bón trong nước vào năm 2024. Chúng tôi dự báo tiêu thụ ure trong nước của Việt Nam sẽ tăng 6,2% svck lên 2,1 triệu tấn vào năm 2024.

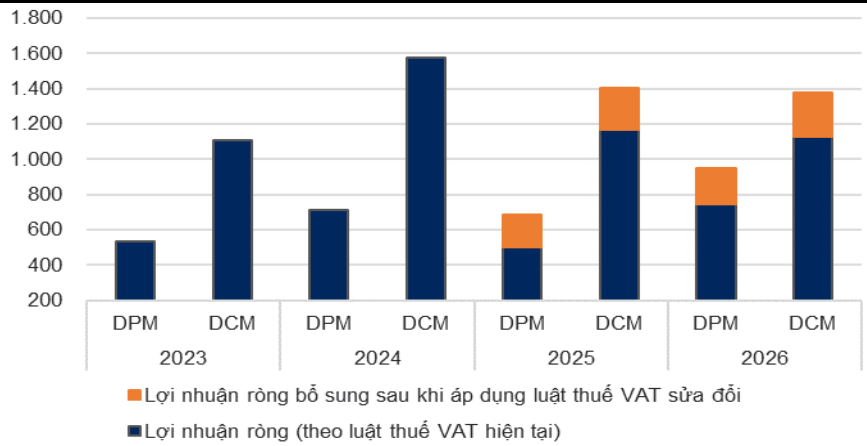
Luật thuế GTGT sửa đổi dự kiến sẽ nâng cao hiệu quả hoạt động của ngành phân bón trong nước

Hình 18: Tác động của Luật thuế GTGT sửa đổi đối với doanh nghiệp phân bón trong nước

Luật thuế GTGT số. 71/2014/QH13		Dự thảo luật thuế GTGT sửa đổi	Ảnh hưởng tới các doanh nghiệp phân bón		
Thuế suất	Không chịu thuế	5%	Doanh nghiệp sản xuất phân đơn (ure, lân)	Doanh nghiệp sản xuất phân phức hợp (NPK)	Doanh nghiệp nhập khẩu phân bón
Ảnh hưởng	Doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh phân bón tại Việt Nam không được kê khai, khấu trừ thuế GTGT đầu vào của hàng hóa, dịch vụ (bao gồm cả hoạt động đầu tư, mua bán tài sản cố định phục vụ cho hoạt động sản xuất phân bón) mà phải tính trong giá thành sản phẩm..	Doanh nghiệp sản xuất phân bón tại Việt Nam được kê khai, khấu trừ thuế GTGT đầu vào của hàng hóa, dịch vụ (bao gồm cả hoạt động đầu tư, mua bán tài sản cố định phục vụ hoạt động sản xuất phân bón) với mức thuế suất tối đa 5%	Giảm chi phí sản xuất từ 2 - 3% do đầu vào chủ yếu là đối tượng chịu thuế GTGT (10%) như khí, than, máy móc, thiết bị, nhà xưởng..vv.	Làm tăng giá bán do nguyên liệu đầu vào chủ yếu là phân bón mua ngoài hoặc nhập khẩu (ure, kali, DAP, SA), không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào hoặc tỷ lệ khấu trừ rất thấp. Trong khi giá bán ra vẫn phải tính thêm thuế GTGT 5%	Làm tăng giá bán do không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào (đã được khấu trừ tại nước xuất khẩu), trong khi đó giá bán ra vẫn phải tính thêm thuế GTGT 5%

Nguồn: BÁO CHÍNH PHỦ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Lợi nhuận ròng của một số doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước sẽ được cải thiện nếu luật thuế GTGT sửa đổi được thông qua (tỷ đồng)



Nguồn: DCM, DPM, VNDIRECT RESEARCH

Ngày 29/12/2023, Ủy ban Thường vụ Quốc hội đã ban hành Nghị quyết số 41/2023/UBTVQH15, theo đó Luật thuế GTGT (sửa đổi) đã được trình lên Quốc hội chờ xin ý kiến tại Kỳ họp thứ 7 (tháng 5/ 2024) và được xem xét thông qua tại Kỳ họp thứ 8 (tháng 10/ 2024). Vào tháng 6/2024, Chính phủ đã báo cáo Quốc hội về dự thảo Luật thuế GTGT sửa đổi, Chính phủ đề xuất áp dụng mức thuế suất 5% đối với phân bón thay vì không áp thuế như hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng Quốc hội sẽ thông qua dự thảo này tại Kỳ họp thứ 8 (tháng 10/2024) và áp dụng từ năm 2025 trong bối cảnh các sản phẩm phân bón trong nước đang mất dần lợi thế cạnh tranh về giá so với phân bón nhập khẩu.

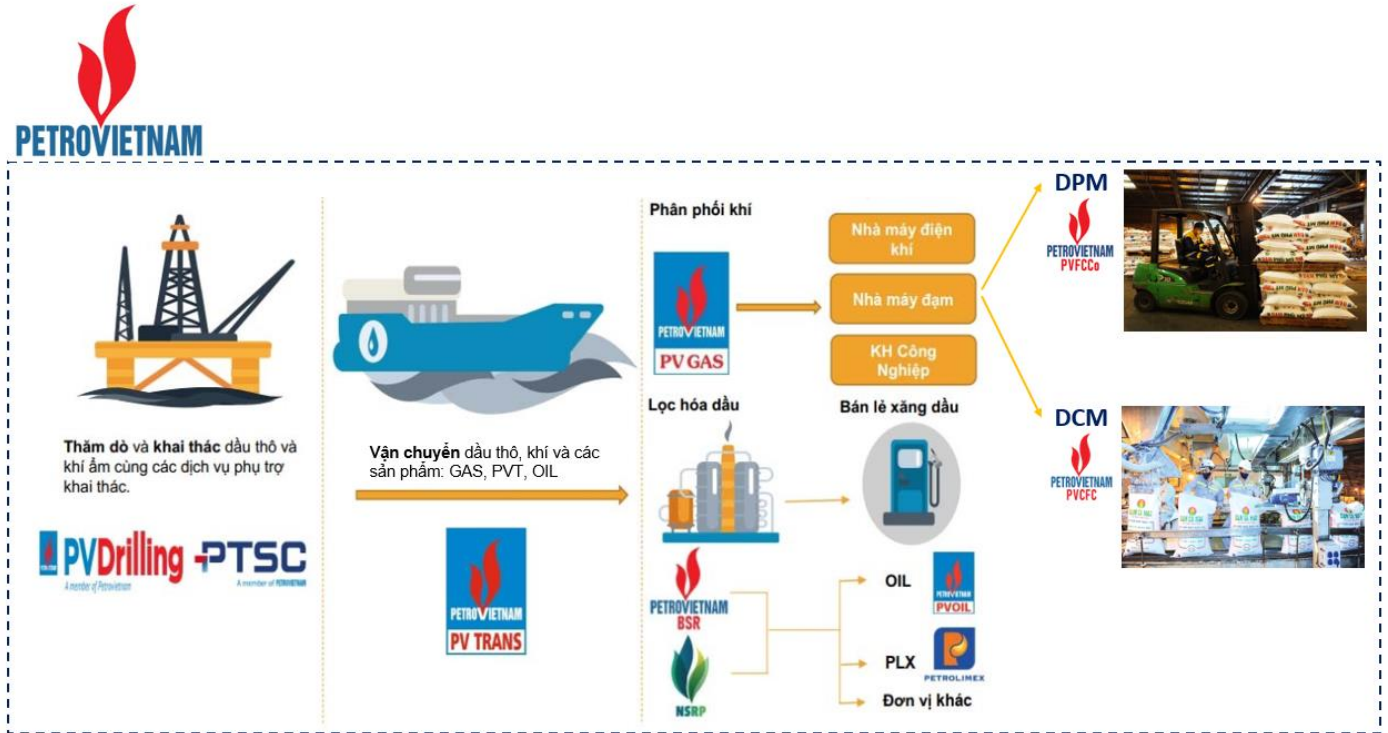
Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất phân bón của Việt Nam sẽ nhận được khoản hoàn thuế với tổng giá trị ước tính từ 1.500-2.000 tỷ đồng/năm. Các doanh nghiệp sản xuất phân bón đơn lẻ (urê, lân) như DCM, DPM, LAS và VAF sẽ là những đơn vị hưởng lợi lớn nhất.

Hồ sơ doanh nghiệp: Ông lớn trong ngành phân bón Việt Nam

Hồ sơ doanh nghiệp

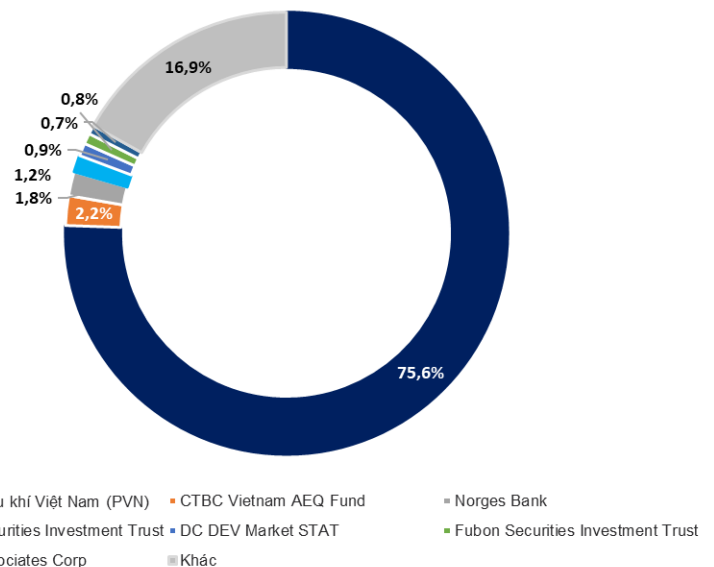
DCM là thành viên thuộc hệ sinh thái PVN

Hình 20: Hệ sinh thái PVN



Nguồn: PETROVIETNAM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Cơ cấu sở hữu của DCM



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

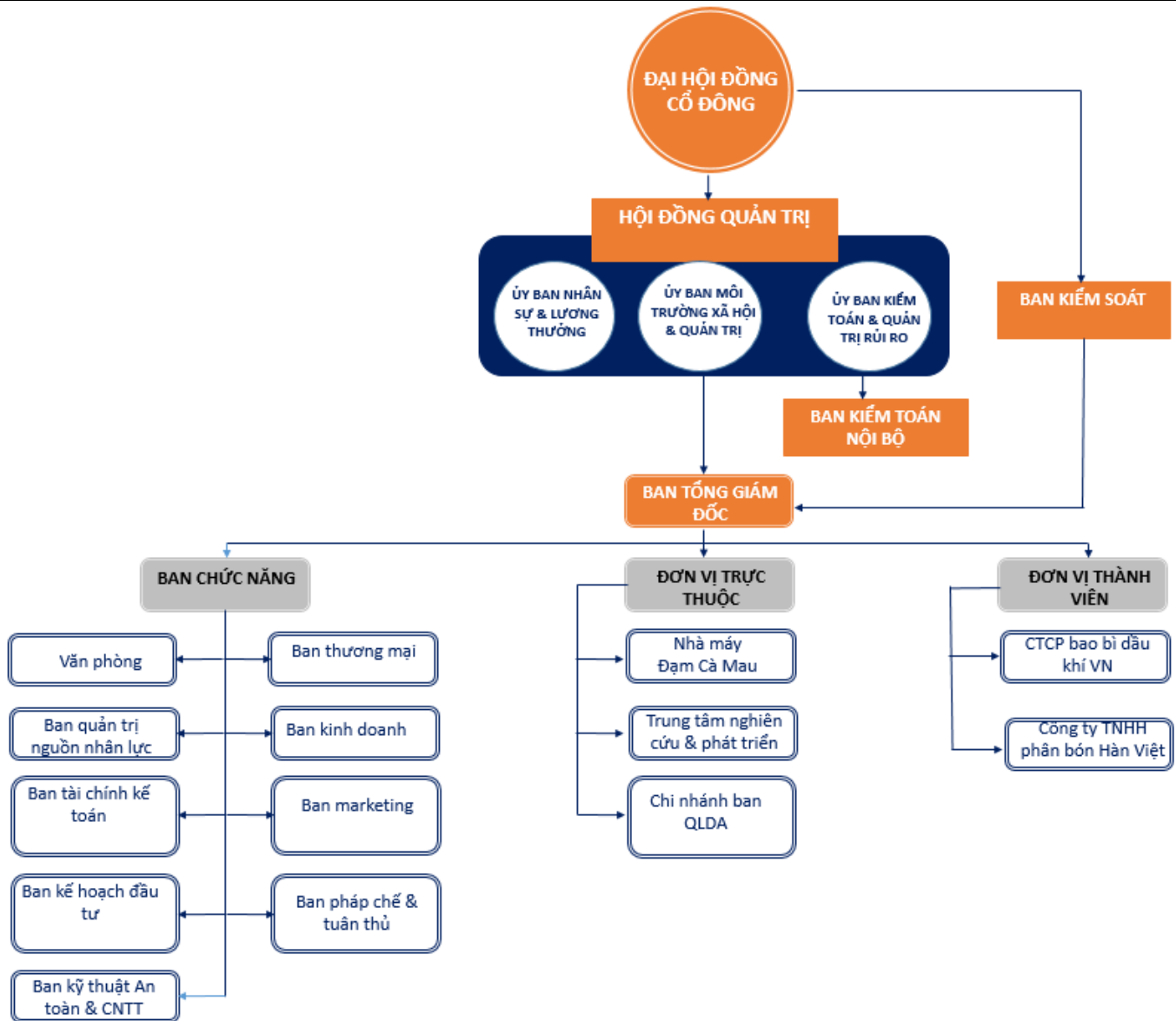
CTCP Phân bón Dầu Khí Cà Mau (DCM) - đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) - được thành lập năm 2012. Nhà máy Đạm Cà Mau được

coi là dự án trọng điểm quốc gia trong ngành Dầu khí Việt Nam, sử dụng nguồn khí đầu vào từ bể Malay - Thổ Chu thông qua hệ thống đường ống dẫn khí PM3 - Cà Mau. Việc thành lập nhà máy đã nâng tổng công suất sản xuất Urê từ khí của Việt Nam từ 800.000 tấn/năm (sản xuất tại nhà máy Đạm Phú Mỹ) lên 1,6 triệu tấn/năm.

Cơ cấu tổ chức của DCM

DCM sở hữu ba đơn vị trực thuộc, bao gồm 01 Nhà máy Đạm Cà Mau, 1 Trung tâm Nghiên cứu & Phát triển và 1 Ban quản lý dự án chuyên ngành. Ngoài ra, DCM còn có hai đơn vị thành viên là Tổng công ty Bao bì Dầu khí Việt Nam và Công ty TNHH Phân bón Hàn Việt. Tổng công ty Bao bì Dầu khí Việt Nam chịu trách nhiệm cho toàn bộ hoạt động nghiên cứu, sản xuất và cung ứng bao bì cho DCM theo kế hoạch chiến lược của công ty. Công ty TNHH Phân bón Hàn Việt, đã được sáp nhập vào Q1/24, sẽ giúp DCM mở rộng quy mô mảng NPK của mình ở cả trong nước và quốc tế.

Hình 22: Cơ cấu tổ chức của DCM



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Đội ngũ quản lý của DCM có nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực dầu khí và đã được chứng minh có thể thực hiện tốt kế hoạch kinh doanh hàng năm. KQKD của DCM trong nhiều năm thường bám sát và vượt kế hoạch đề ra hàng năm.

Hình 23: Chủ tịch và tổng giám đốc của DCM



ÔNG TRẦN NGỌC NGUYÊN
Chủ tịch HĐQT không điều hành

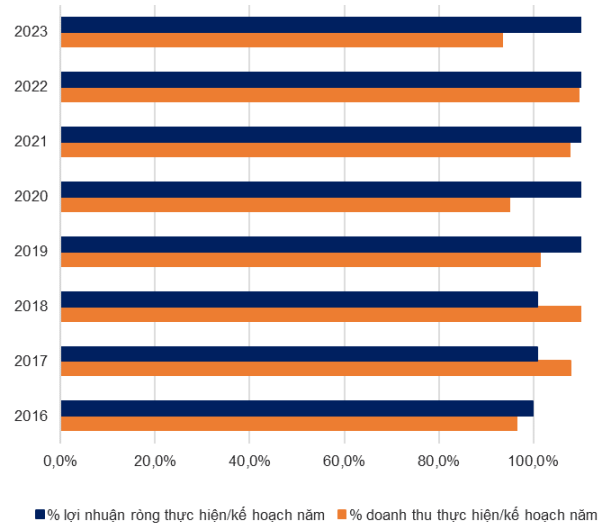
Giới tính: Nam
Ngày tháng năm sinh: 15/8/1977
Trình độ chuyên môn: Tiến sĩ Kỹ thuật Hóa học, Thạc sĩ Lọc - Hóa dầu, Thạc sĩ Quản lý Kinh tế
Kinh nghiệm làm việc: Hơn 20 năm làm việc trong ngành dầu khí. 5 năm làm việc tại DCM

ÔNG VĂN TIẾN THANH
Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc

Giới tính: Nam
Ngày tháng năm sinh: 9/7/1968
Trình độ chuyên môn: Kỹ sư Cơ khí Nông Lâm
Kinh nghiệm làm việc: Hơn 20 năm làm việc trong ngành dầu khí, làm việc trong cụm Điện - Đạm - Khí Cà Mau từ năm 2005.

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

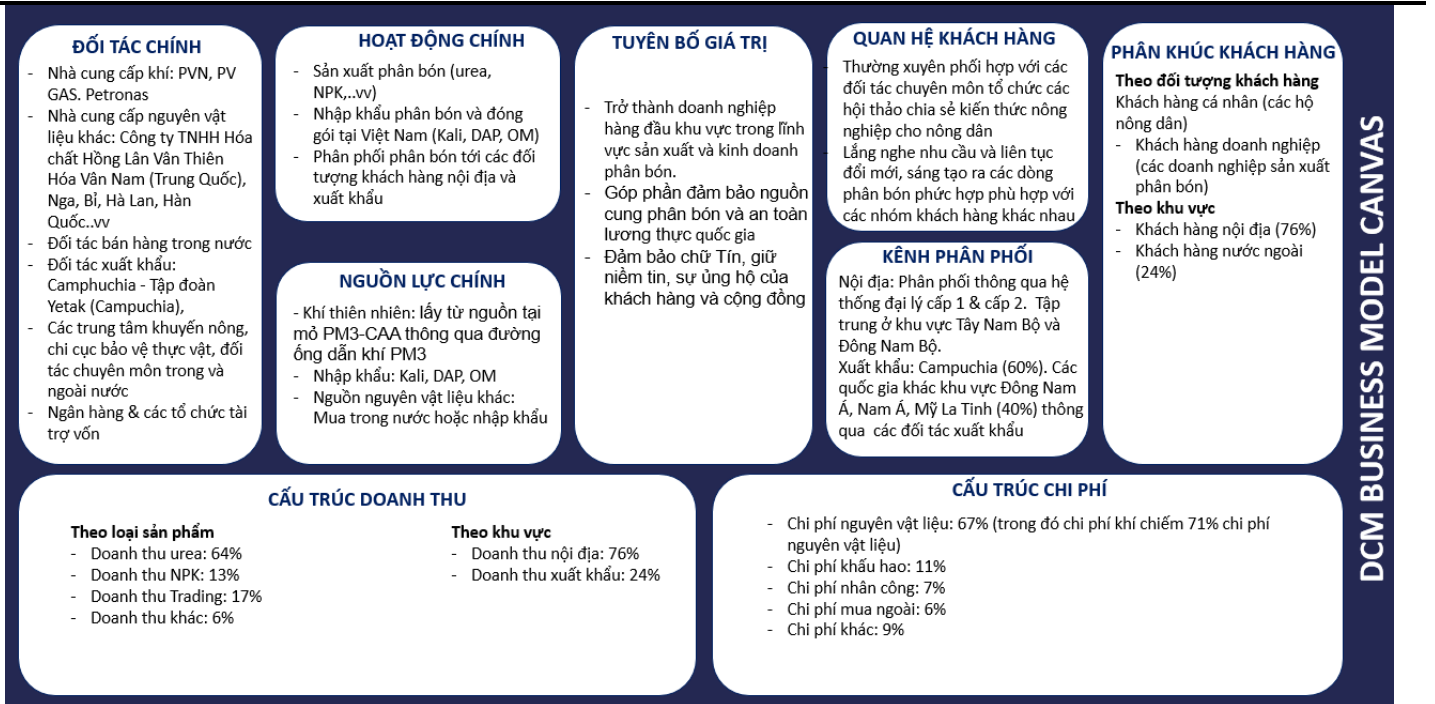
Hình 24: Khả năng thực hiện kế hoạch kinh doanh của ban lãnh đạo



Nguồn: FIIN PRO, VNDIRECT RESEARCH

Mô hình kinh doanh của DCM: Tập trung sản xuất và phân phối phân bón

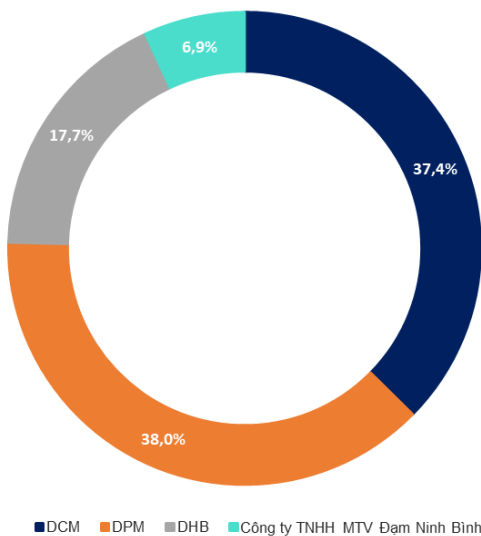
Hình 25: Mô hình kinh doanh của DCM



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

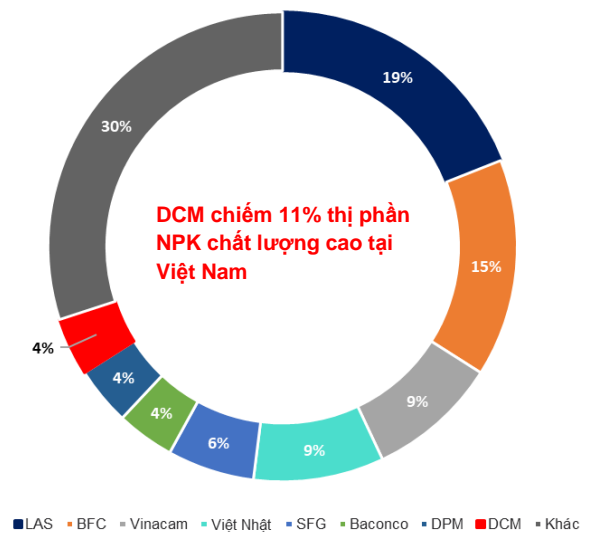
DCM là một trong những nhà sản xuất phân bón chính tại Việt Nam, đặc biệt sản xuất Urê và các loại NPK chất lượng cao

Hình 26: Thị phần tiêu thụ Urê tại Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Thị phần tiêu thụ NPK tại Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Màng Urê: Dẫn đầu phân khúc urê hạt đục tại Việt Nam

DCM là công ty duy nhất tại Việt Nam có khả năng sản xuất Urê hạt đục với nhiều tính năng độc đáo, như khả năng phân giải chậm, hòa tan dần, giảm bạc màu và xói mòn đất. Điều này đã giúp DCM nhanh chóng chiếm lĩnh thị phần tại Đồng bằng sông Cửu Long - khu vực trồng lúa chính của Việt Nam.

Hình 28: So sánh đặc tính của Urê hạt trong và Urê hạt đục

Loại	Urê hạt đục	Urê hạt trong
Màu sắc	Trắng đục	Trắng trong
Kích thước	1 - 2,5 milimet	2 - 4 milimet
Độ tan	Tan chậm hơn, hấp thu từ từ vào đất	Tan nhanh hơn
Bay hơi	Ít bay hơi	Dễ bay hơi
Cây trồng phù hợp	Phù hợp bón các cây lâu năm	Phù hợp bón các cây ngắn ngày
Ưu điểm khác	Giảm bạc màu, chai đất	
Doanh nghiệp sản xuất	Đạm Cà Mau (DCM)	Đạm Phú Mỹ (DPM), Đạm Hà Bắc (DHB), Đạm Ninh Bình

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DCM sở hữu một nhà máy sản xuất Urê hạt đục với công suất 800.000 tấn/năm, sử dụng công nghệ cao cấp của Snamprogetti-Italia. Điều này cho phép DCM sản xuất Urê chất lượng cao, thích hợp xuất khẩu sang các thị trường khắt khe như New Zealand và Australia. Công nghệ hiện đại cũng giúp DCM có thể sản xuất các sản phẩm phân bón gốc urê như N46.C+, N.Humate+TE và Urea Bio để đáp ứng nhiều nhu cầu khác nhau. Trong năm 2023, DCM chiếm 37% thị phần tiêu thụ urê nội địa, đứng thứ hai trong số bốn nhà sản xuất urê lớn nhất tại Việt Nam, chỉ sau DPM.

Màng NPK: Nhà sản xuất NPK chất lượng cao hàng đầu Việt Nam

DCM đã ra mắt các sản phẩm phân bón NPK vào năm 2021. Nhà máy NPK Cà Mau, với công suất 300.000 tấn/năm, sử dụng công nghệ Urê hóa lỏng từ Espindesa (Tây Ban Nha) để sản xuất các sản phẩm NPK dạng hạt đơn với

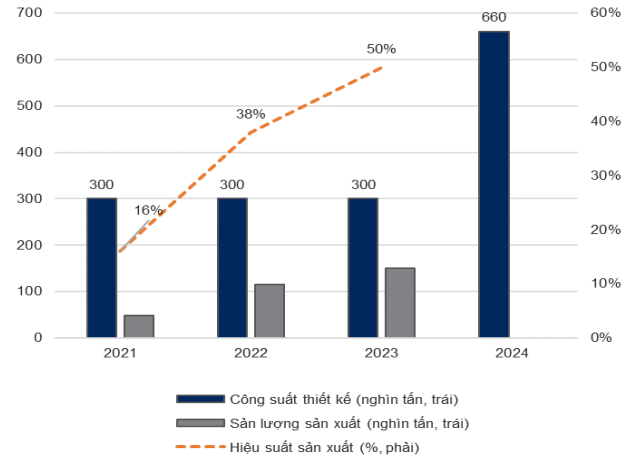
thành phần dinh dưỡng ổn định. Công nghệ này cũng giúp DCM phát triển các dòng sản phẩm NPK đa dạng với thành phần dinh dưỡng khác nhau. DCM là một trong những nhà cung cấp hàng đầu trên thị trường phân bón NPK phân khúc chất lượng cao tại Việt Nam. Trong vòng 3 năm, tiêu thụ NPK tăng với CAGR 72%, đóng góp 13% doanh thu và 3% lợi nhuận gộp của DCM trong năm 2023.

Hình 29: DCM sản xuất đa dạng các loại phân bón NPK



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Hiệu suất nhà máy NPK của DCM



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

DCM đã hoàn tất việc sáp nhập Công ty TNHH Phân bón Hàn Việt (KVF) trong Q1/24, nâng tổng công suất sản xuất NPK của DCM lên 660.000 tấn/năm. Vào tháng 5/2024, Nhà Máy Phân Bón NPK Hàn Việt được tích hợp vào hệ thống sản xuất của DCM sau khi hoàn tất tái cơ cấu. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, thời gian đầu nhà máy này sẽ chủ yếu hoạt động như một kho hàng để DCM phân phối phân bón từ cảng Quy Nhơn đến khu vực Miền Trung. Sau đó, DCM mới có kế hoạch ưu tiên mở rộng năng lực sản xuất tại nhà máy này.

Màng trading: Hoàn thiện chuỗi giá trị sản phẩm phân bón

Hình 31: Các sản phẩm trading chủ lực của DCM



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

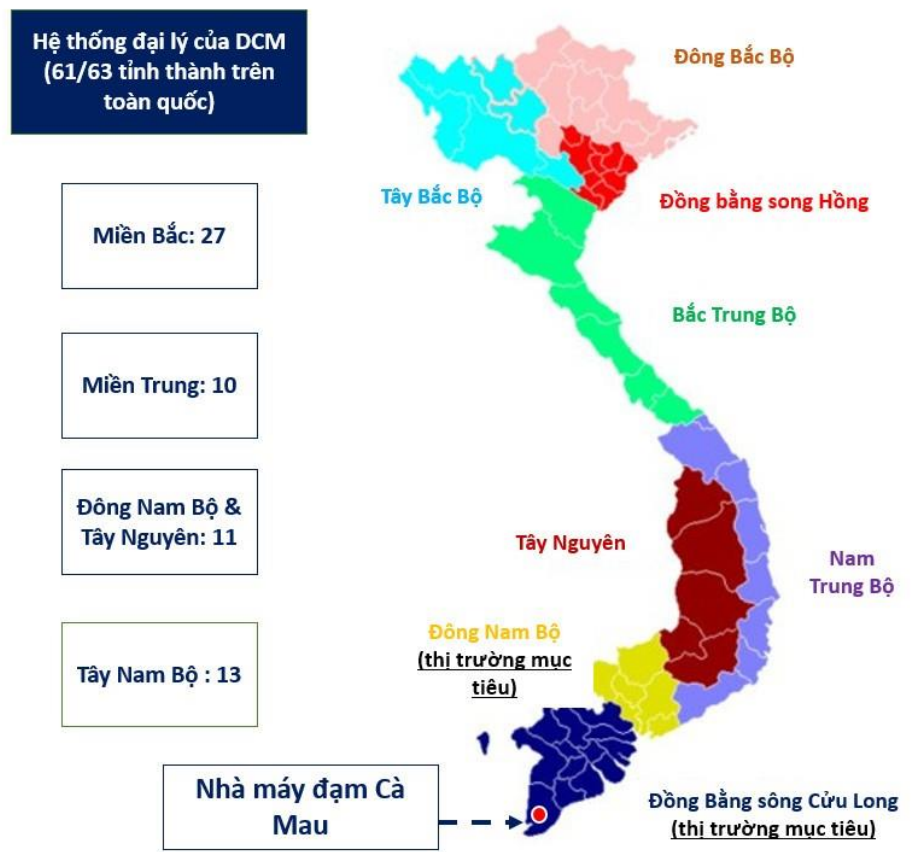
Ngoài việc tự sản xuất, DCM còn nhập khẩu các sản phẩm phân bón khác để phân phối trong nước hoặc tái xuất khẩu (hoạt động trading). Các sản phẩm nhập khẩu chủ yếu là những loại không sản xuất được trong nước hoặc nguồn cung không đủ. DCM ưu tiên nhập khẩu các loại phân bón hữu cơ phù hợp với xu hướng nông nghiệp xanh. DCM nhập khẩu chủ yếu 3 dòng sản phẩm chính là: DAP, Kali và OM (Phân bón hữu cơ) từ các nước như Trung Quốc, Nga, Israel, Bỉ, Hà Lan và Hàn Quốc. Trong năm 2023, mảng trading đóng góp 17% doanh thu và 2% lợi nhuận gộp cho DCM.

Chiếm lĩnh thị trường Urê khu vực Tây Nam Bộ (Việt Nam) và Campuchia

Sau 12 năm xây dựng và phát triển, DCM hiện cung cấp 1,2 triệu tấn phân bón các loại (bao gồm cả hoạt động trading) mỗi năm ra thị trường. Cụ thể, thị trường nội địa chiếm 75% trong cơ cấu doanh thu của DCM theo khu vực, còn lại là xuất khẩu.

Thị trường nội địa: Hệ thống đại lý phân phối rộng khắp, tập trung ở miền Tây Nam Bộ

Hình 32: Miền Tây Nam Bộ là thị trường mục tiêu của DCM tại Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DCM lựa chọn miền Tây Nam Bộ là thị trường trọng điểm do: 1) Tây Nam Bộ chiếm 1/3 tiêu thụ Urê toàn quốc; 2) Tây Nam Bộ gần Nhà máy Phân bón Cà Mau, có thể vận chuyển đường thủy để tiết kiệm chi phí. Hiện DCM nắm giữ 60-65% thị phần Urê tại khu vực này. Miền Đông Nam Bộ cũng là thị trường chiến lược của DCM, với lợi thế là nằm liền kề với Tây Nam Bộ. Thị trường Đông Nam

Bộ tập trung sản xuất, canh tác và khai thác cây công nghiệp lâu năm như cao su, cà phê, hồ tiêu, điều, chiếm khoảng 20% tiêu thụ Urê toàn quốc.

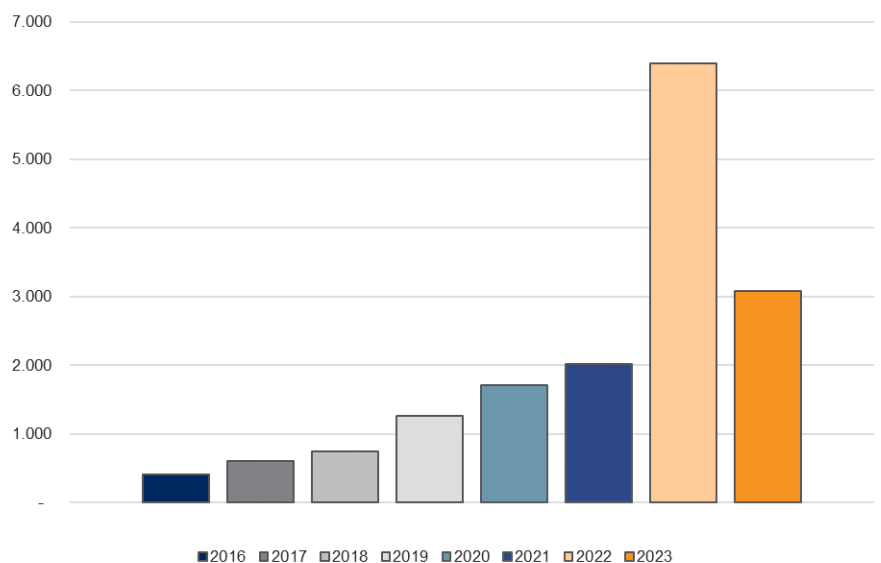
Ngoài hai thị trường chính, DCM cũng có hệ thống phân phối trên cả nước thông qua các đại lý cấp 1, cấp 2 và hệ thống khách hàng doanh nghiệp. Hiện nay, DCM chiếm 37,4% thị phần Urê toàn quốc (xếp thứ hai sau DPM) và 11% thị phần NPK chất lượng cao toàn quốc.

Thị trường xuất khẩu: Chiếm lĩnh thị trường Campuchia và không ngừng mở rộng ra thế giới

Xuất khẩu chiếm 25% tổng doanh thu và 26,4% tổng sản lượng bán của DCM năm 2023. DCM xuất khẩu phân bón sang các nước thông qua các đối tác tại mỗi quốc gia; và Campuchia, thông qua đối tác phân phối độc quyền - Yetak Group, là thị trường xuất khẩu chính của DCM, chiếm 60% sản lượng và giá trị xuất khẩu. Hiện nay, DCM chiếm khoảng 40% thị phần Urê tại Campuchia. Chúng tôi nhận thấy một số lợi thế chính giúp DCM chiếm lĩnh thị trường Campuchia, bao gồm: 1) Vị trí logistics thuận lợi với chi phí thấp do biên giới Việt Nam - Campuchia trải dài từ một phần các tỉnh Đông Nam Bộ đến các tỉnh Tây Nam Bộ, với điều kiện đất đai và thời tiết tương đồng, và 2) 90% nhu cầu Urê của Campuchia là Urê hạt đục - là sản phẩm chủ chốt của DCM.

Ngoài ra, các sản phẩm của DCM cũng đã có mặt tại 20 nước trên thế giới, từ Đông Nam Á, Nam Á đến Mỹ Latin. Đặc biệt, từ đầu năm 2024, DCM đã xuất khẩu lô hàng đầu tiên với sản phẩm Urê hạt đục sang New Zealand và Úc. Đây là những thị trường khó tính với các yêu cầu và tiêu chuẩn về chất lượng cao, nhưng sẵn sàng chi trả mức giá cao. Thành công trong việc thâm nhập vào hai thị trường này khẳng định chất lượng sản phẩm của DCM, đồng thời mở rộng kênh phân phối và tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ của công ty trong các năm tới. Năm 2022, doanh thu xuất khẩu tăng mạnh do xung đột leo thang giữa Nga và Ukraine, gây thiếu hụt nguồn cung phân bón toàn cầu, và giá bán cũng tăng mạnh. Điều này thúc đẩy sản lượng xuất khẩu phân bón của Việt Nam nói chung (tăng 30% về sản lượng và 96% về giá trị) và DCM nói riêng.

Hình 33: Doanh thu xuất khẩu của DCM năm 2016-23 (tỷ đồng)



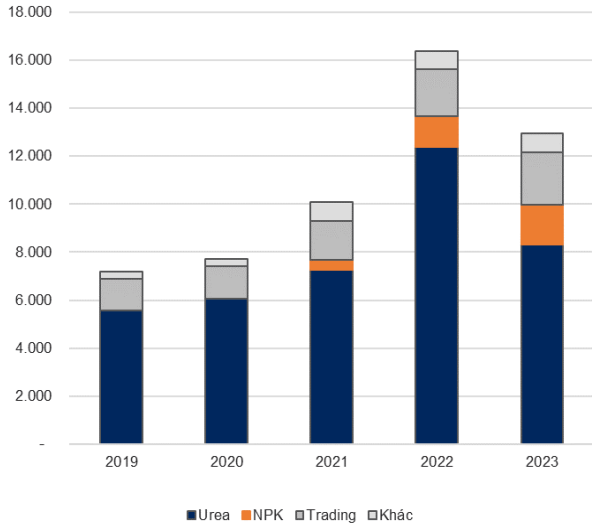
Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Sức khỏe tài chính:

Biên EBITDA dẫn đầu ngành với đóng góp chính từ mảng Urê

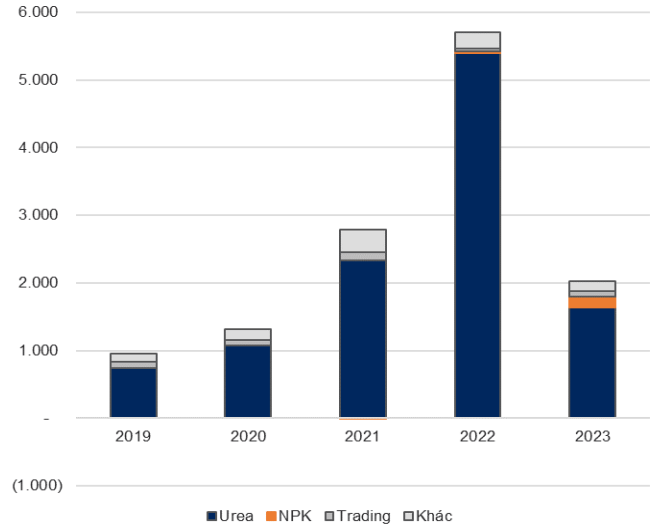
Urê chiếm 64%/80% trong DT/LN gộp của DCM năm 2023. Trong giai đoạn 2021-23, tỷ trọng doanh thu từ mảng Urê có xu hướng giảm vì công ty bắt đầu có doanh thu từ mảng NPK. Tuy nhiên, mảng NPK vừa mới đi vào hoạt động với chi phí vận hành lớn nên đóng góp vào lợi nhuận còn thấp. Do đó, Urê vẫn là trụ cột chính trong cơ cấu LN gộp của DCM.

Hình 34: Doanh thu DCM theo từng mảng (tỷ đồng)



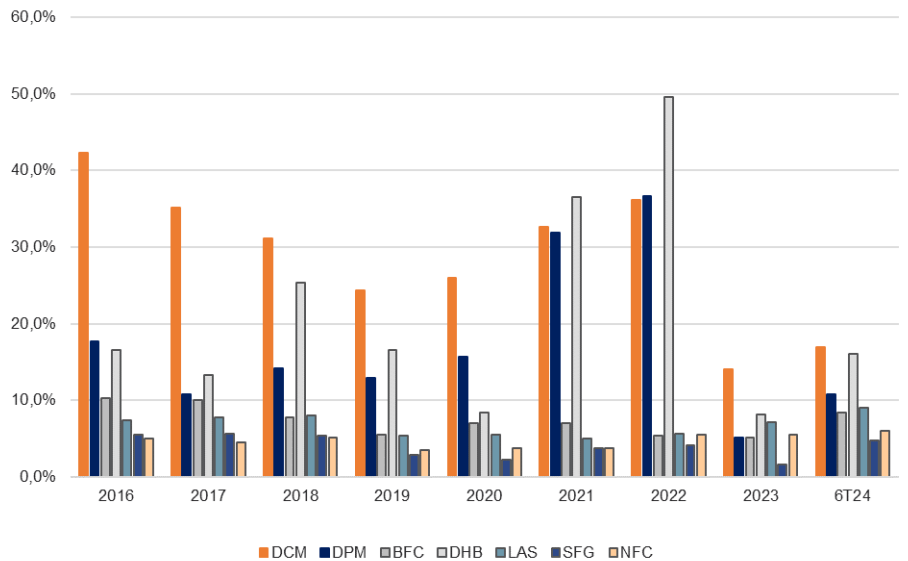
Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: LN gộp của DCM theo từng mảng (tỷ đồng)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 36: DCM dẫn đầu về biên EBITDA trong ngành phân bón Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: FIIN PRO, VNDIRECT RESEARCH

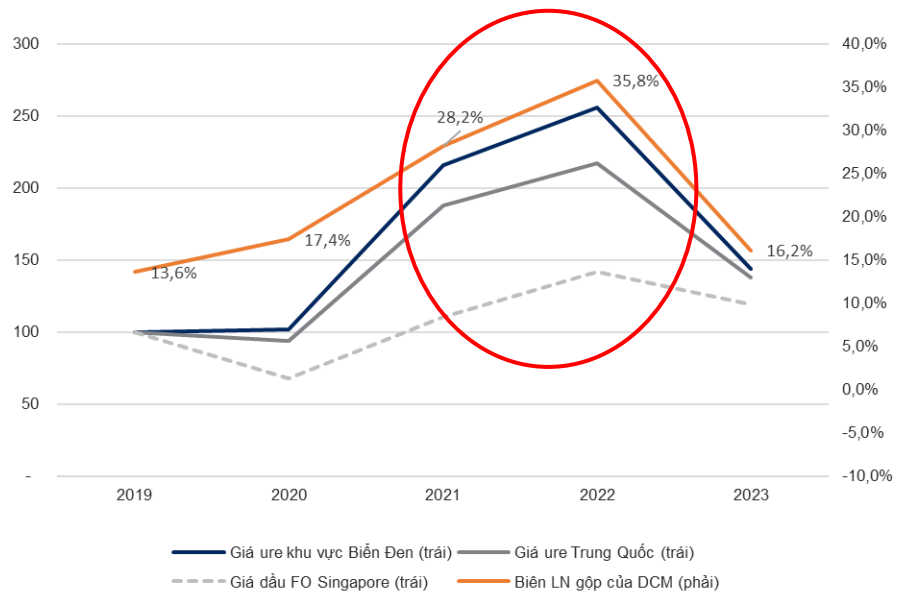
Với vị thế và lợi thế cạnh tranh về sản phẩm, hiệu quả kinh doanh của DCM thường vượt trội so với các công ty cùng ngành. Trong 6T24, biên EBITDA của DCM tiếp tục dẫn đầu ngành mặc dù giá bán Urê có xu hướng giảm.

Biên LN gộp phụ thuộc nhiều vào các yếu tố trên thế giới

Biên LN gộp của DCM phụ thuộc nhiều vào các yếu tố trên thế giới (giá Urê thế giới và giá dầu FO Singapore), đặc biệt là từ năm 2019 khi DCM áp dụng cơ chế mới cho khí đầu vào. Bởi giá khí đầu vào của DCM được tính dựa trên giá dầu FO Singapore, do đó sự gia tăng giá dầu thế giới sẽ gây áp lực giảm xuống biên LN gộp của DCM và ngược lại. Trái lại, sự tăng giá của giá Urê toàn cầu là tín hiệu tích cực đối với biên LN gộp của DCM vì giá Urê tại Việt Nam nói chung và DCM nói riêng thường biến động cùng chiều với giá Urê toàn cầu.

Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy biên LN gộp của DCM bị ảnh hưởng rất nhiều bởi sự chênh lệch giữa diễn biến giá dầu FO Singapore và giá Urê toàn cầu. Trong giai đoạn 2021-22, LN gộp của DCM liên tục lập mức cao kỷ lục kể từ năm 2015. Mặc dù giá dầu FO Singapore trong năm 2021-22 tăng lần lượt 63%/28% svck, nhưng giá Urê toàn cầu lại tăng mạnh 111%/45% do gián đoạn nguồn cung toàn cầu, giúp biên LN gộp của DCM mở rộng 10,8 điểm %/7,6 điểm % svck. Trong năm 2023, giá dầu FO Singapore giảm 16% svck trong khi giá Urê toàn cầu lao dốc 48,9% khiến biên LN gộp của DCM suy giảm đáng kể. Chúng tôi cho rằng biên LN gộp của DCM trong những năm tới khó có thể quay trở lại mức đỉnh năm 2022 bởi nguồn cung phân bón toàn cầu đã phục hồi, khiến giá phân bón được dự báo vẫn sẽ ở mức thấp so với vùng đỉnh năm 2022.

Hình 37: Biên LN gộp của DCM so với diễn biến giá dầu FO/giá Urê trong năm 2019-23. DCM hưởng lợi lớn từ khoảng cách ngày càng lớn giữa giá dầu FO và giá Urê trong năm 2021-22.



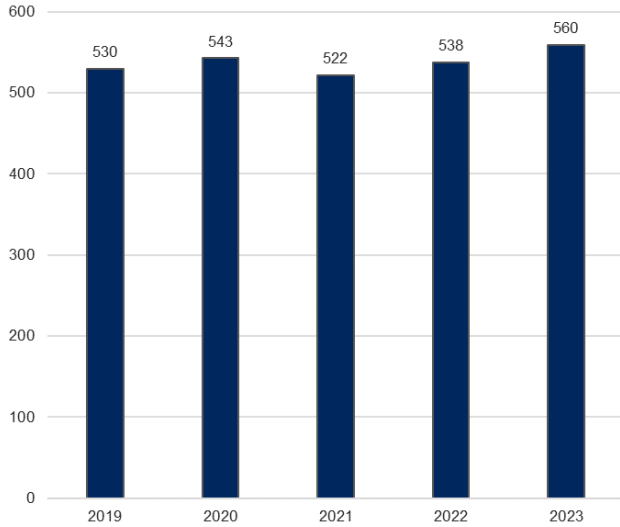
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DCM

Hiệu suất sản xuất Urê cao trong nhiều năm với nguồn cung khí ổn định...

Khí tự nhiên là nguyên liệu đầu vào chính, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong chi phí sản xuất Urê của DCM. Khí đầu vào cho nhà máy sản xuất Urê Cà Mau được lấy từ mỏ khí PM3-CAA thông qua đường ống dẫn khí PM3-CM. Mỏ khí PM3-CAA thuộc bể Malay – Thổ Chu, nằm trong vùng “thỏa thuận thương mại” giữa Việt Nam và Malaysia. Từ khi thành lập, nguồn khí cấp cho nhà máy Urê Cà Mau luôn được ưu tiên để duy trì hoạt động sản xuất của nhà máy. Do đó, DCM duy trì được hiệu suất nhà máy sản xuất Urê cao trong nhiều năm. Năm 2023,

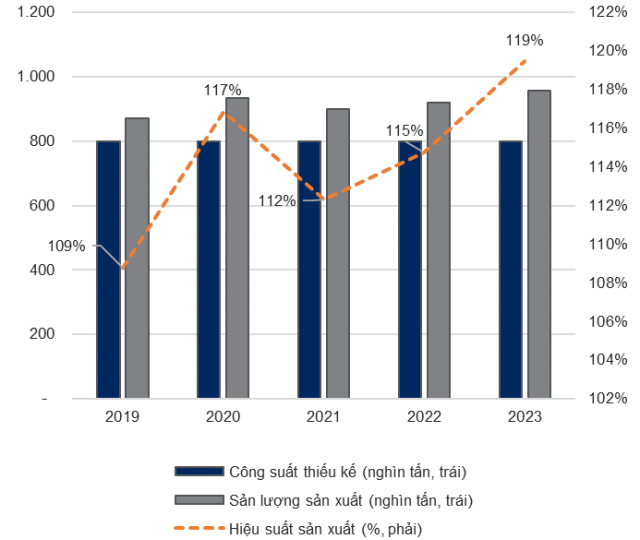
DCM đạt hiệu suất kỷ lục là 119% (bao gồm cả sản xuất Urê và các sản phẩm phân bón gốc Urê).

Hình 38: Sản lượng khí đầu vào cho nhà máy Urê của DCM được duy trì (triệu m3)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

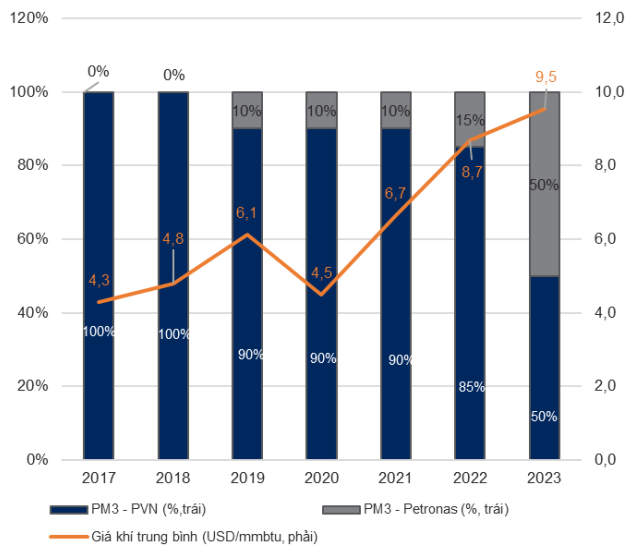
Hình 39: DCM duy trì hiệu suất nhà máy sản xuất Urê cao trong nhiều năm



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

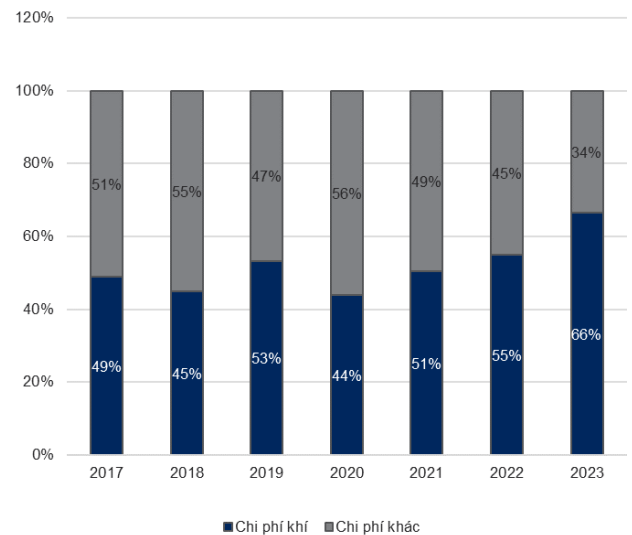
... nhưng tỷ lệ nguồn khí mua ngoài ngày càng tăng có thể gây áp lực lên biên LN gộp trong những năm tới

Hình 40: Cơ cấu nguồn khí đầu vào của DCM



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 41: Cơ cấu chi phí sản xuất Urê của DCM



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Thỏa thuận thương mại nhằm phân chia lợi ích của mỏ PM3-CAA giữa PVN (Việt Nam) và Petronas (Malaysia) đã được ký kết vào ngày 25/08/1993. Trong đó, mỗi bên sẽ nhận được 50% sản lượng khí đốt dựa trên tổng trữ lượng khí ước tính là 52,2 tỷ m3.

- Trước năm 2019, DCM được mua 100% khí đầu vào từ PVN (PM3-PVN) với giá thấp (giá khí trung bình trong giai đoạn 2015-18 là 4 USD/mmbtu), giúp DCM duy trì tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) trên 12%.
- Trong giai đoạn 2019-21, do sản lượng khí của PVN tại mỏ PM3-CAA giảm, PVN chỉ đảm bảo cung cấp 90% nhu cầu khí của nhà máy Urê Cà Mau. Nhu cầu còn lại được bổ sung từ sản lượng khí của Petronas tại mỏ PM3-CAA (PM3-Petronas) với giá khí được neo theo giá dầu Brent (12,7% của giá dầu Brent). Sự giảm tỷ trọng của nguồn khí PM3-PVN khiến giá khí trung bình của DCM tăng với CAGR 12% trong giai đoạn 2018-21.
- Từ ngày 01/01/2022, PVN ban hành Nghị định mới, sửa đổi nguyên tắc phân bổ khí giai đoạn 2022-26. Theo đó, sản lượng khí PM3-PVN sẽ được phân phối đều theo nhu cầu thực tế của nhà máy Urê Cà Mau và các nhà máy điện Cà Mau.

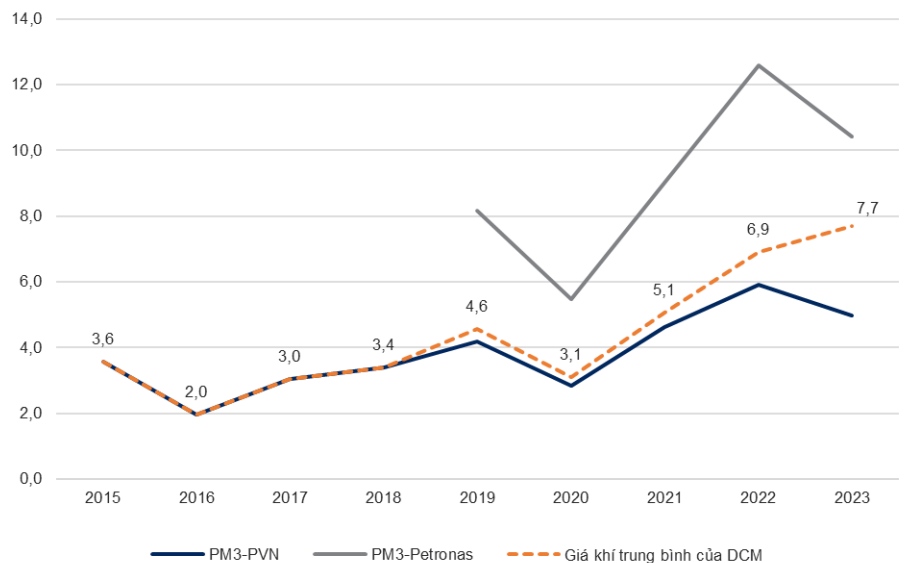
Chúng tôi ước tính tỷ trọng khí đầu vào PM3-PVN giảm xuống 50% vào năm 2023, từ mức 85% vào năm 2022. Điều này dẫn đến việc giá khí đầu vào trung bình của DCM tăng mạnh. Vào năm 2023, giá khí trung bình của DCM tăng 9,8% svck lên 9,5 USD/mmbtu, mặc dù giá dầu FO Singapore đã giảm 16% svck. Từ đó, tỷ trọng chi phí khí cũng tăng 11 điểm % svck lên 66% tổng giá vốn sản xuất Urê của DCM vào năm 2023.

Hình 42: Cơ cấu các nguồn khí và công thức giá khí đầu vào (chưa bao gồm phí vận chuyển) của DCM

	2019 - 2021		1/1/2022 - 31/12/2026		1/1/2027 - 31/12/2021	
	Tỷ trọng nguồn khí	Giá khí	Tỷ trọng nguồn khí	Giá khí	Tỷ trọng nguồn khí	Giá khí
PVN - Vietnam	90%	46% HSFO	Lượng khí thuộc quyền nhận của PVN sẽ được phân bổ cho Nhà máy Đạm Cà Mau và Nhà máy điện Cà Mau theo tỷ lệ tiêu thụ thực tế hàng tháng.	46% HSFO	Lượng khí thuộc quyền nhận của PVN phân bổ cho Nhà máy Đạm Cà Mau, Các Nhà Máy Điện Cà Mau và Nhà Máy GPP Cà Mau theo tỷ trọng tiêu thụ thực tế hàng tháng.	46% HSFO
Petronas - Malaysia	10%	12,7% Brent	Lượng khí còn thiếu được mua bù từ Petronas	12,7% Brent	Lượng khí còn thiếu được mua bù từ Petronas	13,7% Brent

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

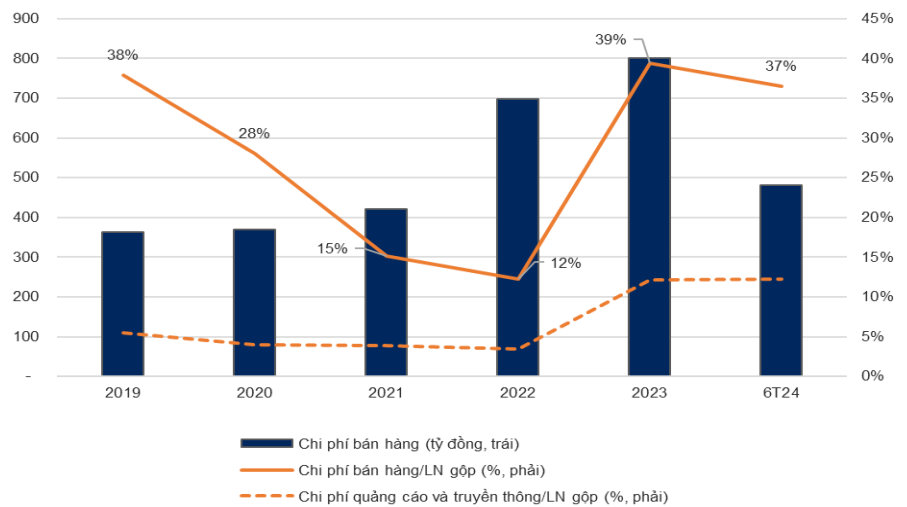
Hình 43: Giá khí của DCM trong giai đoạn 2015-23 – chưa bao gồm thuế (USD/mmbtu)



Chi phí bán hàng tăng gây áp lực lên biên lợi nhuận hoạt động

Chi phí bán hàng của DCM tăng 14,6% svck lên 801 tỷ đồng trong năm 2023, và tiếp tục tăng 27,8% svck lên 482 tỷ đồng trong Q2/24. Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ chi phí bán hàng/LN gộp tăng đáng kể, từ 12% trong năm 2022 lên 37% trong Q2/24. Điều này chủ yếu do công ty đang tập trung mở rộng thị phần ở khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nguyên, nơi tập trung 30% nhu cầu phân bón NPK toàn quốc (sản lượng tiêu thụ NPK của DCM tăng với CAGR 90% trong giai đoạn 2021-23), và thúc đẩy hoạt động xuất khẩu bằng cách tiếp cận các thị trường mới như Úc và New Zealand trong Q1/24. Kết quả là, chi phí quảng cáo và truyền thông tăng lần lượt 24,7%/30,8% svck trong năm 2023/ 6T/24.

Hình 44: Chi phí bán hàng tăng cao gây áp lực lên biên LN hoạt động của DCM

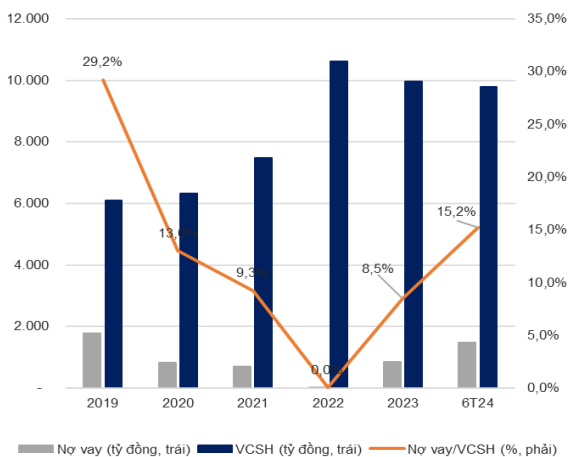


Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Trong bối cảnh giá Urê không thuận lợi, chi phí bán hàng tăng khiến biên EBIT của DCM giảm 21,9 điểm % svck, chỉ còn 5,4% trong năm 2023. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng sẽ vẫn ở mức cao do chiến lược mở rộng hiện tại của công ty. Mặc dù điều này có thể tạm thời ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động, nhưng sẽ góp phần tăng trưởng doanh số trong tương lai.

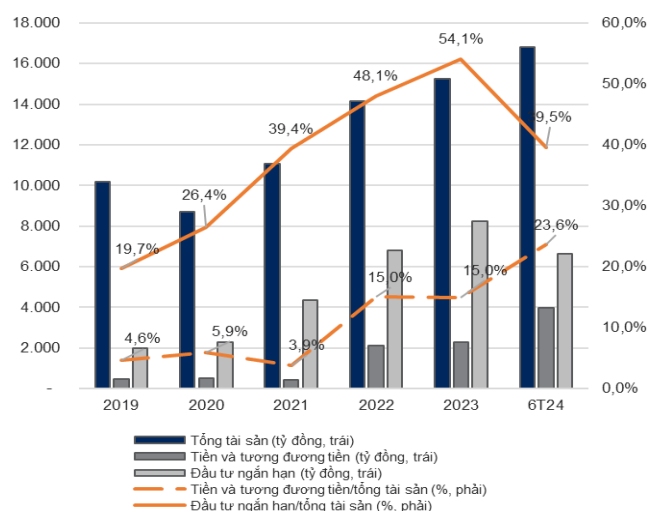
Đòn bẩy tài chính thấp, thanh khoản dồi dào

Hình 45: Nợ/Vốn CSH của DCM (tỷ đồng)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 46: DCM duy trì tỷ lệ tiền mặt cao



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Tỷ lệ nợ/vốn CSH của DCM ở mức 15,2% cuối Q2/24 (tăng 6,7 điểm % sv đầu năm), chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn tài trợ cho thanh toán chi phí khí đầu vào. DCM thường được hưởng lãi suất tương đối thấp cho các khoản vay ngắn hạn, giúp công ty không phải chịu áp lực lớn từ chi phí lãi vay. Thêm vào đó, DCM tích lũy được tổng giá trị tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn lên đến 10.600 tỷ đồng tại cuối Q2/24 sau giai đoạn kinh doanh thuận lợi trong 2021-23, chiếm 63% tổng tài sản. Tình trạng tiền mặt dồi dào với đòn bẩy tài chính thấp giúp DCM đáp ứng tốt nhu cầu vốn lưu động, cũng như nhu cầu mở rộng quy mô sản xuất và nâng cao chất lượng sản phẩm trong những năm tới. Hơn nữa, lượng tiền mặt dồi dào cũng sẽ giúp doanh nghiệp tài trợ cho các kế hoạch đầu tư về tài sản cố định trong tương lai gần.

Hình 47: Kế hoạch đầu tư tài sản cố định của DCM trong năm 2024

Chi tiêu (tỷ đồng)	Kế hoạch 2024
Tổng nhu cầu vốn đầu tư	1.582,5
Đầu tư xây dựng cơ bản và mua sắm trang thiết bị	1.582,5
Đầu tư góp vốn vào các đơn vị thành viên	0
Nguồn vốn đầu tư	
Vốn chủ sở hữu	910,7
Vốn vay và khác	671,7

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 48: Dự án chuyển tiếp (Dự án đã được phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi)

STT	Tên dự án	Tổng mức đầu tư
1	Trụ sở Trạm liên lạc làm việc tại TP. Hồ Chí Minh	TMDT: 500 tỷ đồng (Vốn CSH 100%).
2	Dự án Trung tâm Nghiên cứu, ứng dụng, chuyển giao công nghệ sản xuất nông nghiệp công nghệ cao Thạnh Hóa - PVCFC	TMDT: 298 tỷ đồng (Vốn từ quỹ NCKH 100%).
3	Mở rộng mái che mưa cho hệ thống xuất sản phẩm Nhà máy Đạm Cà Mau (Line A&D)	TMDT: 137,17 tỷ đồng (Vốn CSH 30%; vốn vay 70%).
4	Dự án Kho bổ sung 12.000 tấn	TMDT: 247,11 tỷ đồng (Vốn CSH 30%; vốn vay 70%).
5	Dự án nhà ở cho cán bộ công nhân viên Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau - LC	TMDT: 170,30 tỷ đồng (Vốn CSH 30%; vốn vay 70%).
6	Dự án sản xuất CO2 thực phẩm tại Nhà máy Đạm Cà Mau	TMDT: 86,95 tỷ đồng (Vốn CSH 100%).
7	Mua bán sáp nhập (M&A) một doanh nghiệp sở hữu NM NPK	TMDT: 656,89 tỷ đồng (Vốn CSH 70%; vốn vay 30%).

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD Q2/24: Khoản thu nhập bất thường giúp tăng trưởng lợi nhuận

Hình 47: Tóm tắt KQKD Q2/24

Tỷ đồng	Q2/24	% svck	6T24	% svck	2024	6T24 sv dự phóng
Doanh thu thuần	3.863	17,4%	6.607	9,7%	13.637	48,4%
- Ure	1.821	-8,1%	4.337	1,5%	8.518	50,9%
<i>Doanh thu ure nội địa</i>	1.472	-5,0%	2.794	-5,4%	5.541	50,4%
<i>Doanh thu ure xuất khẩu</i>	349	-19,2%	1.543	17,2%	2.977	51,8%
- NPK	1.114	76,3%	1.179	68,2%	2.573	45,8%
- Trading	707	29,7%	836	-11,6%	2.123	39,4%
- Phế phẩm và thành phẩm khác	370	20,9%	538	47,0%	752	71,5%
LN gộp	610	64,9%	1.320	40,6%	2.670	49,4%
Chi phí BH&QLDN	292	33,0%	744	25,6%	1.401	53,1%
Doanh thu tài chính thuần	104	-28,8%	221	-13,4%	460	48,1%
LN trước thuế	598	84,6%	981	60,9%	1.939	50,6%
NLN ròng	569	97,1%	915	69,3%	1.731	52,8%
Biên LN gộp	15,8%	4,5 đ %	20,0%	4,4 đ %	19,8%	N/a
Biên LN ròng	14,7%	5,9 đ %	13,8%	4,9 đ %	12,7%	N/a

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu Q2/24 tăng trưởng nhờ mảng NPK sau khi sáp nhập KVF

Doanh thu thuần Q2/24 tăng 17,4% svck lên 3.863 tỷ đồng được thúc đẩy bởi mảng NPK, chi tiết như sau:

- Doanh thu NPK tăng 76,3% svck lên 1.114 tỷ đồng, chủ yếu nhờ việc sáp nhập Công ty TNHH Phân bón Hàn Việt (KVF), giúp DCM tăng cường công suất sản xuất NPK và mở rộng thị trường tiêu thụ và tệp khách hàng NPK trong nước.
- Doanh thu urê giảm 8,1% svck xuống còn 1.821 tỷ đồng với doanh thu urê trong nước giảm 5% svck và doanh thu xuất khẩu urê giảm 19,2% svck.
- Doanh thu trading tăng 29,7% lên 707 tỷ đồng do giá phân bón nhập khẩu thấp hơn thúc đẩy hoạt động trading.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện trong Q2/24 nhờ nhà máy urê đã hết khấu hao

Biên LN gộp urê Q2/24 tăng 4,6 điểm % svck lên 25,4% nhờ nhà máy urê đã hết khấu hao. Biên LN gộp của các sản phẩm khác cũng tăng 33,3 điểm % svck lên 22,9%. Tuy nhiên, biên LN gộp của NPK Q2/24 giảm 4,6 điểm % svck xuống còn 13,6% do giá bán NPK trong nước giảm khoảng 12% svck trong khi giá nguyên liệu đầu vào (urê, DAP) giảm ít hơn. Tổng thể, biên LN gộp của DCM cải thiện 4,5 điểm % svck lên 15,8%.

Thu nhập một lần giúp tăng lợi nhuận ròng trong nửa đầu 2024

LN ròng Q2/24 tăng mạnh 97,1% svck lên 569 tỷ đồng, mặc dù thu nhập tài chính ròng giảm 28,8% svck xuống còn 104 tỷ đồng và chi phí QLDN tăng gấp 2 lần svck lên 147 tỷ đồng. Ngoài sự cải thiện biên LN gộp, LN ròng của DCM còn được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng 50 lần svck trong LN khác lên 175 tỷ đồng từ khoản thu nhập một lần do mua rê KVF. Tóm lại, DT thuần 6T24 của DCM tăng 9,7% svck lên 6.600 tỷ đồng. Trong khi đó, LN ròng 6T24 tăng 69,3% svck lên 915 tỷ đồng.

Triển vọng năm 2024-26: Hưởng lợi kép từ nhà máy Urê hết khấu hao và luật thuế GTGT sửa đổi

Hình 48: Tóm tắt dự phóng KQKD 2024-26

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	Nhận xét
Giá dầu Brent (USD/bbl)	82	85	80	75	
Giá dầu MFO (USD/mmbtu)	10,8	11,4	10,7	10,0	
Tỷ trọng nguồn khí mua bổ sung từ Petronas	50%	50%	50%	50%	
Giá khí trung bình - trước thuế GTGT (USD/mmbtu)	9,5	9,9	9,4	8,9	
Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)					
- Ure (bao gồm cả các dòng phân bón gốc ure)	956	950	940	945	
- NPK	151	251	289	318	Sản lượng sản xuất NPK tăng 66% svck nhờ sản lượng tăng thêm từ nhà máy NPK Hàn Việt.
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)					
- Ure	866	906	888	879	
- NPK	139	222	254	280	Sản lượng tiêu thụ NPK trong năm 2024 tăng 70% nhờ đóng góp từ hệ thống phân phối và tệp khách hàng của công ty TNHH MTV phân bón Hàn Việt tại các thị trường mục tiêu như Đông Nam Bộ, Tây Nguyên.
- Trading	183	185	181	180	
Giá (VND)					
- Ure	9.596	9.404	8.746	8.656	
- NPK	12.085	11.602	10.790	10.574	
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	12.571	13.637	12.900	12.832	
% svck	-21,1%	8,5%	-5,4%	-0,5%	
Ure	8.310	8.518	7.763	7.532	
NPK	1.675	2.573	2.742	2.955	
Trading	2.167	2.123	1.977	1.918	
LN gộp	2.032	2.699	2.476	2.544	
% svck	-64,4%	32,9%	-8,3%	2,8%	
Biên LN gộp	16,2%	19,8%	19,2%	19,8%	
- Biên LN gộp mảng ure	22,6%	26,7%	26,9%	28,4%	Biên LN gộp mảng ure trong năm 2024 mở rộng do nhà máy ure Phú Mỹ đã hết khấu hao trong năm 2023.
- Biên LN gộp mảng NPK	12,9%	14,3%	12,1%	10,7%	
- Biên LN gộp mảng trading	6,6%	9,3%	6,5%	6,5%	Biên LN gộp mảng trading trong năm 2024 tăng 2.7 điểm % svck nhờ giá phân bón nhập khẩu giảm mạnh hơn mức giảm của giá bán phân bón trong nước.
Chi phí bán hàng	800	837	822	828	Chi phí bán hàng trong năm 2024 tăng là do DCM tiếp tục mở rộng kênh phân phối tới các thị trường ngoài thị trường mục tiêu như Tây Nguyên Miền Trung và thâm nhập các thị trường xuất khẩu mới như Australia, New Zealand..vv.
Chi phí QLDN	549	564	534	531	
Doanh thu tài chính thuần (chi phí)	549	460	347	314	Doanh thu tài chính thuần trong năm 2024 giảm 16.3% svck là do doanh thu tài chính giảm 13.4% svck đạt 449 tỷ đồng và chi phí tài chính tăng 44.7% svck đạt 39.5 tỷ đồng.
Lợi nhuận khác	22,4	176,0	11,6	14,4	Lợi nhuận khác tăng đột biến trong năm 2024 nhờ ghi nhận lợi nhuận bất thường từ thương vụ mua rẻ KVF.
Lợi nhuận trước thuế	1.255	1.939	1.478	1.513	
LN ròng	1.108	1.732	1.343	1.347	
% svck	-74,3%	56,3%	-19,0%	0,3%	
EPS (VND)	2.095	3.271	2.538	2.546	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng NPK sẽ thúc đẩy sản lượng sản xuất của DCM giai đoạn 2024-25

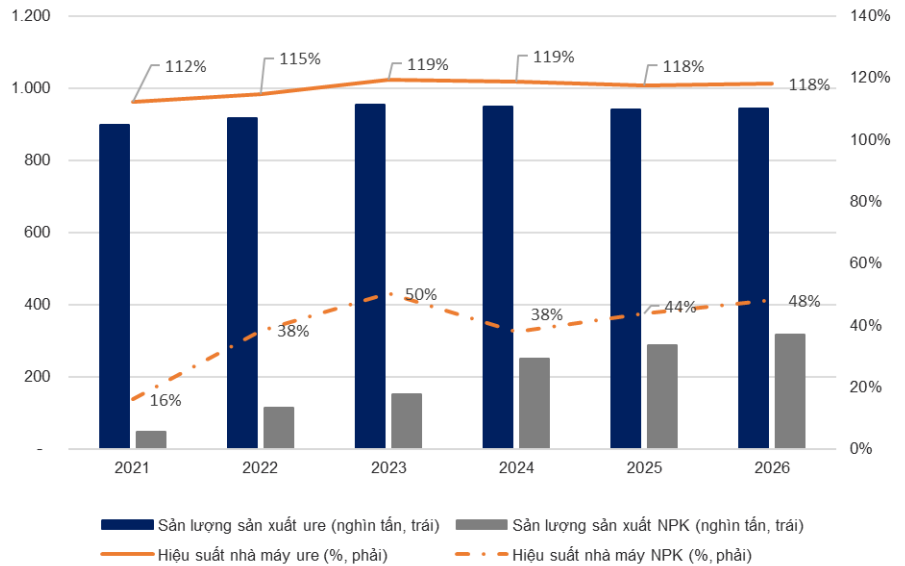
Sản lượng sản xuất Urê duy trì ổn định trong khi sản lượng NPK tăng trưởng tích cực nhờ vào thương vụ sáp nhập KVF

Về sản xuất Urê, nhà máy sản xuất Urê Cà Mau đã hoạt động vượt công suất thiết kế trong nhiều năm qua. Dự kiến hiệu suất hoạt động của nhà máy này sẽ vẫn ở mức cao, đạt 119% vào năm 2024, nhờ vào nguồn cung cấp khí ổn định từ mỏ PM3-CAA (bao gồm cả lượng mua từ quyền nhận của PVN và lượng mua

bổ sung từ Petronas). Vì vậy, chúng tôi dự phóng sản lượng sản xuất Urê của DCM sẽ đạt lần lượt 950/940 nghìn tấn trong giai đoạn 2024-25.

Về sản xuất NPK, chúng tôi kì vọng nhà máy NPK Hàn Việt sẽ đóng góp khoảng 100.000 tấn, giúp nâng tổng sản lượng phân NPK của DCM trong năm 2024 lên 251.000 tấn. Trong các năm 2025-26, chúng tôi kì vọng sản lượng sản xuất NPK của DCM sẽ tăng lần lượt 15% và 10% svck.

Hình 49: Dự phóng sản lượng urê và NPK năm 2023-26



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu của DCM tăng trong 2024-25 với động lực từ việc sát nhập KVF và hoạt động xuất khẩu.

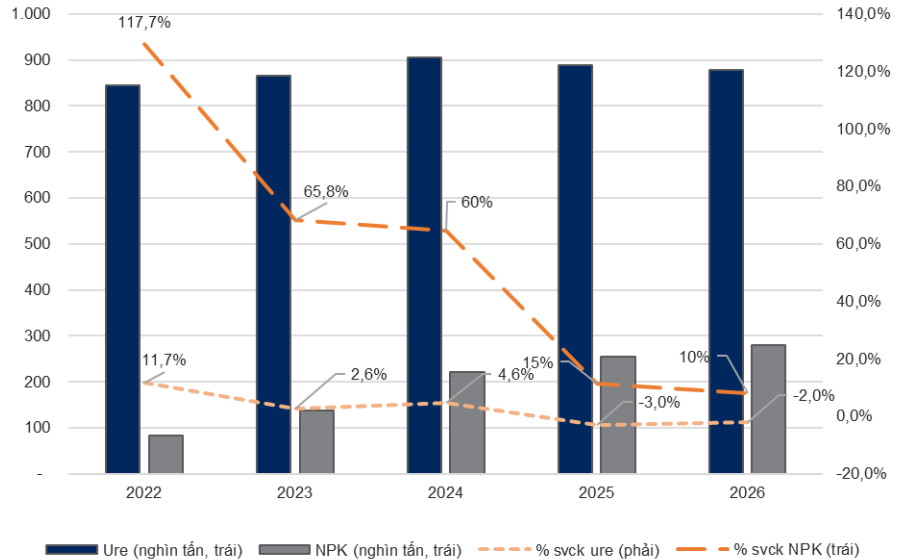
Tiêu thụ phân NPK tăng trưởng tích cực nhờ những đóng góp từ tệp khách hàng và kênh phân phối của KVF.

Nhà máy sản xuất phân NPK của KVF nằm gần các cảng lớn, kề bên đường cao tốc nối liền khu vực Đông và Tây Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng việc sát nhập KVF sẽ giúp DCM tiến sâu hơn vào các thị trường mục tiêu của KVF như Đông Nam Bộ, Tây Nguyên và miền Trung (thị trường tiêu thụ chính hiện tại của DCM chủ yếu là Tây Nam Bộ và Campuchia). KVF với hơn 200 khách hàng hiện có, bao gồm các đại lý cấp 1, cấp 2 và khách hàng B2B (Doanh nghiệp - Doanh nghiệp), sẽ giúp DCM tăng sản lượng trong những năm đầu sau sáp nhập. Trên thị trường quốc tế, DCM có thể tiếp tục nhận đơn hàng xuất khẩu sang Philippines (đây là thị trường xuất khẩu của KVF).

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ NPK trong năm 2024 sẽ tăng 60% svck lên 222.000 tấn. Tiêu thụ NPK nội địa tăng 58% svck lên 212.000 tấn, do hệ thống phân phối và mạng lưới khách hàng của KVF được mở rộng. Về thị trường xuất khẩu, trong Q1/24, doanh thu xuất khẩu NPK của DCM tăng gấp 4 lần so với Q1/23. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu NPK của DCM trong năm 2024 sẽ tăng 150% svck, đạt 9.000 tấn, do: 1) Sản phẩm phân NPK của DCM có chất lượng cao, đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế; 2) DCM đang đẩy mạnh đầu tư vào quảng cáo và mở rộng kênh phân phối xuất khẩu; và 3) Xuất khẩu sang khách hàng hiện có của KVF.

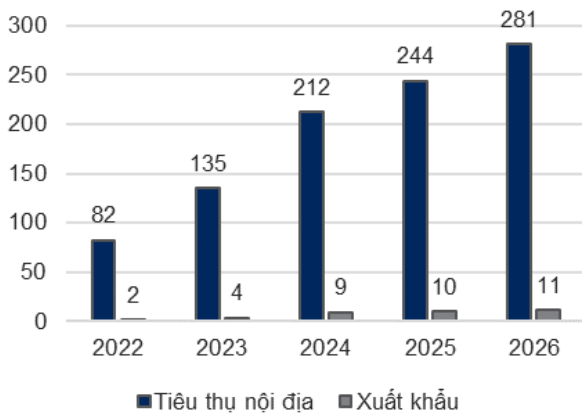
Trong giai đoạn 2025-26, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ NPK của DCM sẽ tăng lần lượt 15%/10% svck. Cụ thể, thị trường nội địa duy trì mức tăng trưởng 15% với định hướng thâm nhập sâu vào các thị trường mục tiêu của KVF. Mảng xuất khẩu sẽ tăng trưởng 5% trong giai đoạn 2025-26.

Hình 50: Dự phóng sản lượng tiêu thụ DCM giai đoạn 2024-26 (nghìn tấn)



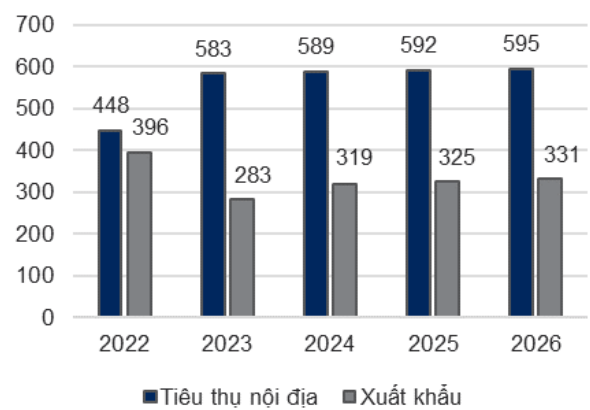
Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 51: Dự báo sản lượng tiêu thụ NPK của DCM theo khu vực (nghìn tấn)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 52: Dự báo sản lượng tiêu thụ Urê của DCM theo khu vực (nghìn tấn)



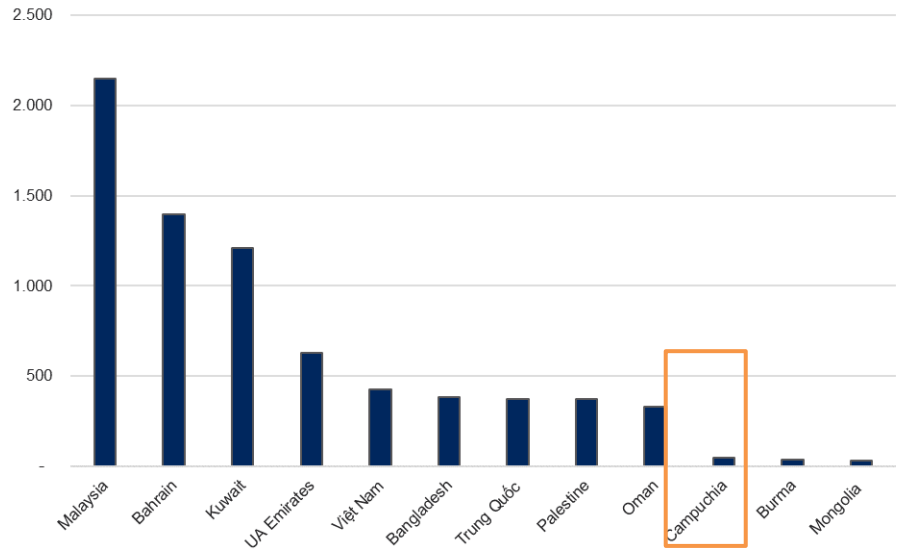
Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Tiêu thụ phân urê sẽ tăng lên với động lực chính đến từ thị trường xuất khẩu

Nhu cầu tiêu thụ phân Urê hạt đục hàng năm tại Campuchia khoảng 380.000 - 410.000 tấn. Chúng tôi cho rằng nhu cầu đối với urê nói riêng và phân bón nói chung tại Campuchia vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng, với lý do: 1) Tỷ lệ sử dụng phân bón tại Campuchia khoảng 49,6 kg/hecta, thấp hơn nhiều so với mức trung bình của khu vực châu Á là 264,5 kg/hecta và mức trung bình thế giới là 161,5 kg/hecta; và 2) Chính phủ Campuchia khuyến khích đầu tư phát triển nông nghiệp, với mục tiêu xuất khẩu 1 triệu tấn gạo vào năm 2025, dẫn đến nhu cầu sử dụng phân bón tăng lên. Chúng tôi tin rằng tiềm năng thị trường Campuchia

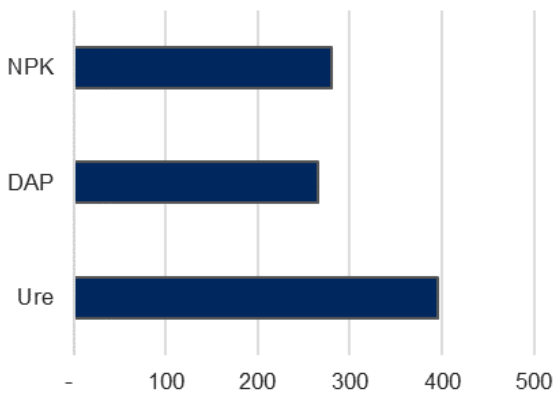
vẫn là động lực chính giúp DCM duy trì hoạt động xuất khẩu trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng giữa các nhà xuất khẩu phân Urê trên thế giới. Bên cạnh thị trường Campuchia, DCM cũng đang thúc đẩy xuất khẩu sang các thị trường mới như Australia và New Zealand, điều này có thể hỗ trợ tăng trưởng sản lượng xuất khẩu trong những năm tới.

Hình 53: Lượng phân bón được sử dụng ở Châu Á năm 2021 - Xếp hạng quốc gia (kg/ha)



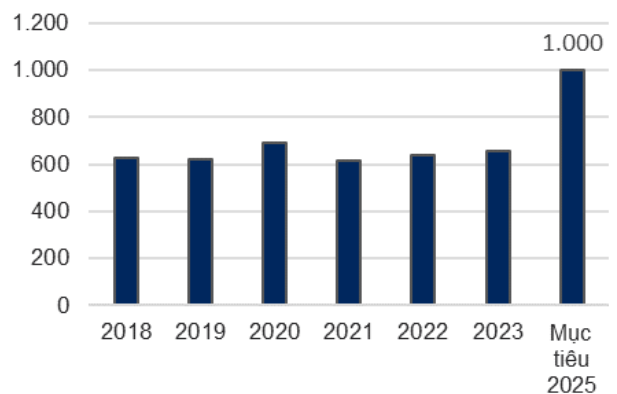
Nguồn: FAO, VNDIRECT RESEARCH

Hình 54: Nhu cầu sử dụng phân bón hàng năm của Campuchia (tấn/năm)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 55: Liên đoàn Lúa gạo Campuchia đặt mục tiêu xuất khẩu 1 triệu tấn gạo vào năm 2025 (tấn)



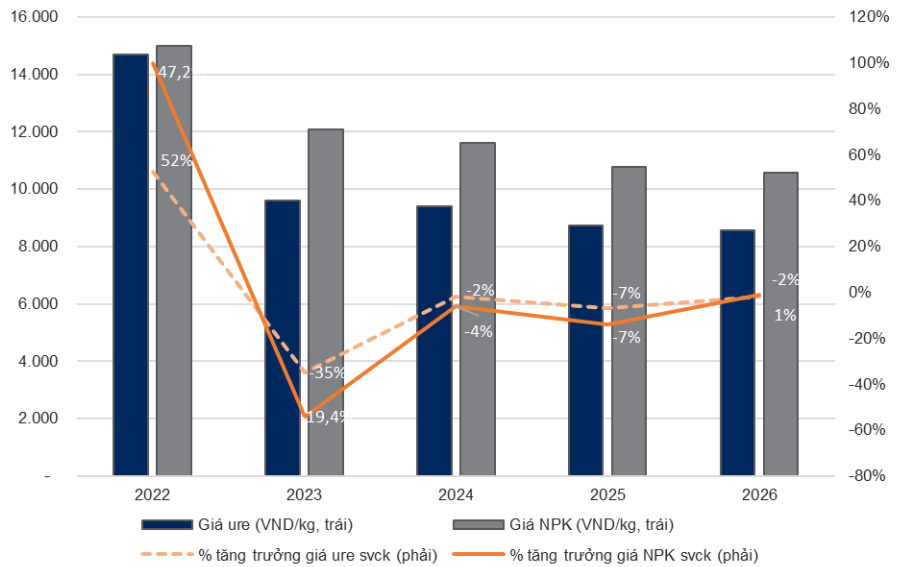
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, INTERNATIONAL TRADE ADMINISTRATION

Nhìn chung, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urê của DCM trong năm 2024 sẽ tăng 4,6% svck, đạt 906.000 tấn, trong đó tiêu thụ nội địa tăng nhẹ 1% lên 589.000 tấn và khối lượng xuất khẩu tăng 12% lên 317.000 tấn. Đối với các năm 2025-26, chúng tôi dự báo tiêu thụ Urê của DCM sẽ giảm lần lượt 2%/1% svck, do giảm cả ở thị trường nội địa và xuất khẩu. Dự báo này dựa trên giả định rằng giá gạo Việt Nam trong năm 2025 sẽ không cao như hiện nay, và thị trường xuất khẩu sẽ khó khăn hơn do sự cạnh tranh từ nguồn cung phân bón giá rẻ mới từ Trung Quốc.

Giá phân bón giảm, làm giảm lợi nhuận của DCM trong giai đoạn 2024-25

Với mối tương quan cao giữa giá Urê Việt Nam và giá Urê toàn cầu, chúng tôi dự kiến giá bán Urê trung bình của DCM cũng sẽ giảm lần lượt 2%/7% xuống 9.404/8.746 VND/kg trong năm 2024-25. Giá bán NPK trung bình của DPM cũng giảm lần lượt 4%/7%, đạt 11.602/10.790 VND/kg trong giai đoạn này. Chúng tôi dự báo giá NPK trong năm 2024 sẽ giảm mạnh hơn so với mức giảm của giá Urê do giá trung bình của các nguyên liệu đầu vào của NPK được dự báo sẽ giảm mạnh, đặc biệt là kali.

Hình 56: Dự báo giá bán Urê, NPK bình quân của DCM trong giai đoạn 2024-26



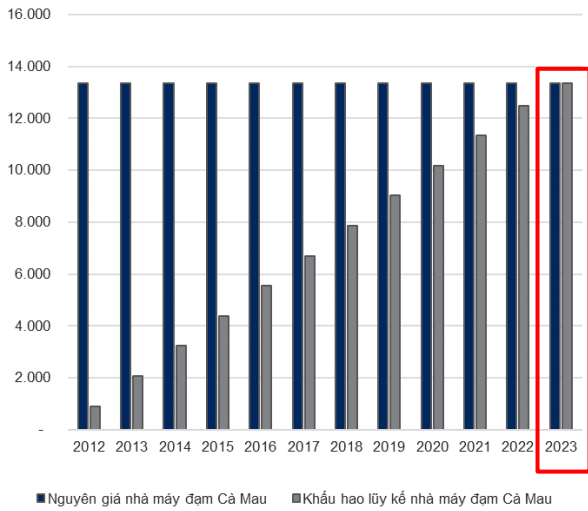
Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ nhà máy Urê hết khấu hao và luật thuế GTGT sửa đổi

Biên lợi nhuận gộp năm 2024 mảng Urê được mở rộng do tác động của nhà máy Urê hết khấu hao vượt trội hơn so với chi phí khí đầu vào tăng

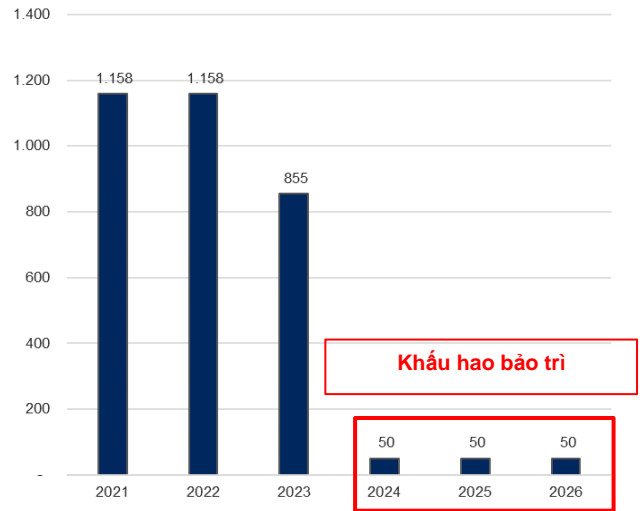
Nhà máy Urê hết khấu hao, điều này sẽ hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận gộp mảng Urê trong năm 2024.

Hình 57: Nhà máy urê DCM hết khấu hao vào cuối năm 2023



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 58: Dự phóng khấu hao nhà máy urê của DCM trong năm 2024-26 (tỷ đồng)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Nhà máy Urê Cà Mau đã được khấu hao hết vào Q4/23. Trong Q1/24, chi phí khấu hao tài sản cố định của DCM giảm 84,6% svck, đạt 53,4 tỷ đồng, chủ yếu là khấu hao của nhà máy NPK và các chi phí khấu hao bảo dưỡng khác. Chúng tôi dự phóng, giá trị khấu hao nhà máy urê Cà Mau trong 2024 sẽ giảm 94% svck xuống còn 50 tỷ VND và được duy trì trong giai đoạn từ năm 2025 đến 2026, chủ yếu là khấu hao cho công tác bảo dưỡng và nâng cấp nhà máy.

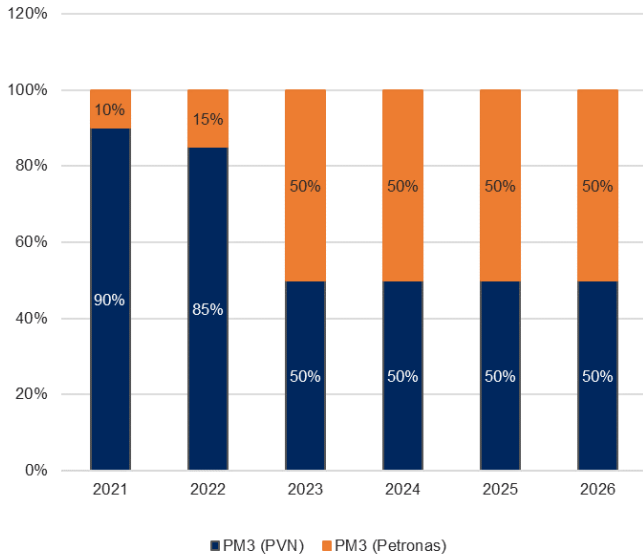
Giá khí đốt vẫn ở mức cao do duy trì tỷ lệ mua bổ sung từ Petronas

Năm 2023, giá khí đầu vào trung bình tăng 9,8% svck, lên mức 9,9 USD/mmbtu, mặc dù giá nhiên liệu dầu FO Singapore giảm 16% svck. Điều này chủ yếu là do tỷ trọng khí đầu vào từ mỏ PM3-Petronas tăng lên (ước tính từ 15% năm 2022 lên 50% năm 2023).

Vào tháng 5 năm 2024, PVN công bố 2 phát hiện mới về dầu khí. Trong đó có một giếng BA-1X, thuộc mỏ Bunga Aster, lô PM3-CAA. Giếng BA-1X đã được đưa vào vận hành từ ngày 5/5/2025 với sản lượng khai thác ban đầu khoảng 2.100 thùng/ngày. Trong thời gian tới, đơn vị điều hành lô PM3 CAA sẽ tiếp tục thăm định phát hiện dầu pử mỏ Bunga Aster để có đánh giá chính xác hơn về tiềm năng trữ lượng.

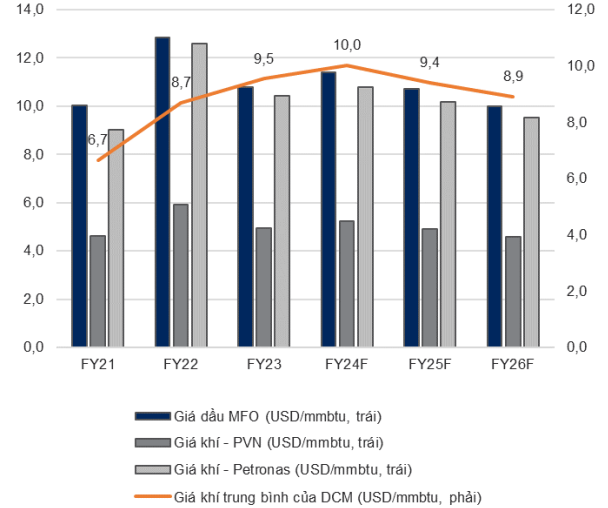
Trong bối cảnh tỷ trọng nguồn khí PM3 - PVN của DCM giảm, chúng tôi tin rằng các phát hiện dầu khí mới sẽ giúp DCM ổn định tỷ trọng nguồn khí PM3 - PVN, từ đó hạn chế các biến động mạnh về giá khí đầu vào. Chúng tôi dự phóng tỷ trọng nguồn khí PM3-PVN trong giai đoạn năm 2024-26 sẽ duy trì ở mức 50%. Tương ứng, chúng tôi dự phóng giá khí đầu vào trung bình của DCM trong năm 2024 (bao gồm thuế VAT và phí) sẽ tăng 3,8% svck, lên mức 10 USD/mmbtu, với giả định giá dầu Brent trung bình tăng 4% svck lên 85 USD/thùng và giá dầu FO Singapore trung bình tăng 6% svck, lên 11,4 USD/mmbtu. Trong các năm 2025-26, chúng tôi dự báo giá khí đầu vào sẽ giảm lần lượt 5,3% và 5,6% svck, do giả định giá dầu Brent/MFO thấp hơn.

Hình 59: Dự phóng tỷ trọng nguồn khí sẽ cung cấp cho DCM năm 2024-26



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

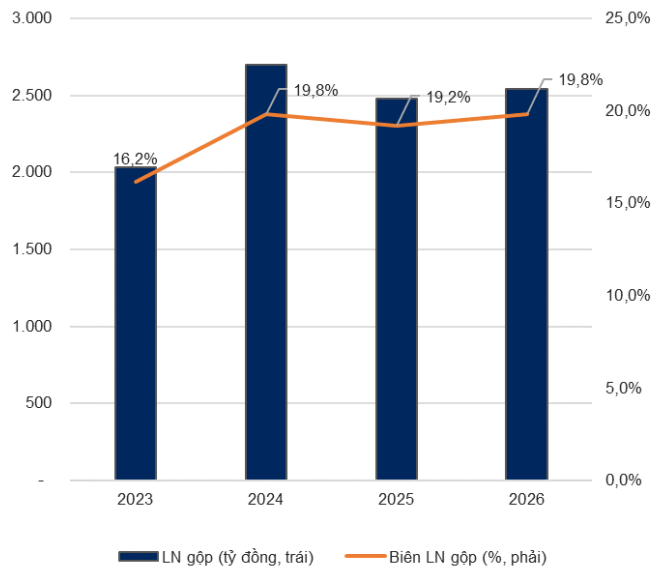
Hình 60: Dự phóng giá khí đầu vào của DCM năm 2024-26



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

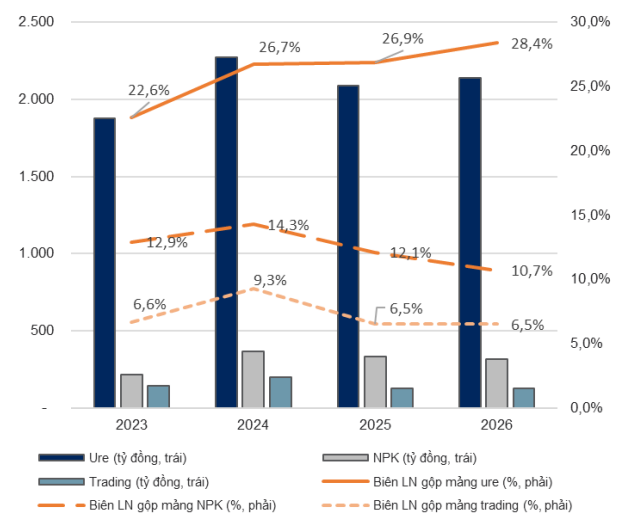
Tóm lại, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mặng urê của DCM sẽ cải thiện 4,1 điểm % svck lên 26,7% trong năm 2024, do lợi ích từ việc nhà máy urê hết khấu hao sẽ lấn át sự tăng lên của chi phí khí đốt. Đối với các năm 2025-26, chúng tôi dự báo biên LN gộp mặng urê tiếp tục mở rộng lần lượt 0,2/1,4 điểm % svck, nhờ giả định giá dầu thấp hơn và tác động tiềm năng của luật thuế GTGT sẽ lấn át sự suy giảm của giá urê.

Hình 61: Biên lợi nhuận gộp của DCM giai đoạn 2024-26 (tỷ đồng)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 62: Dự phóng LN gộp của DCM theo mảng kinh doanh



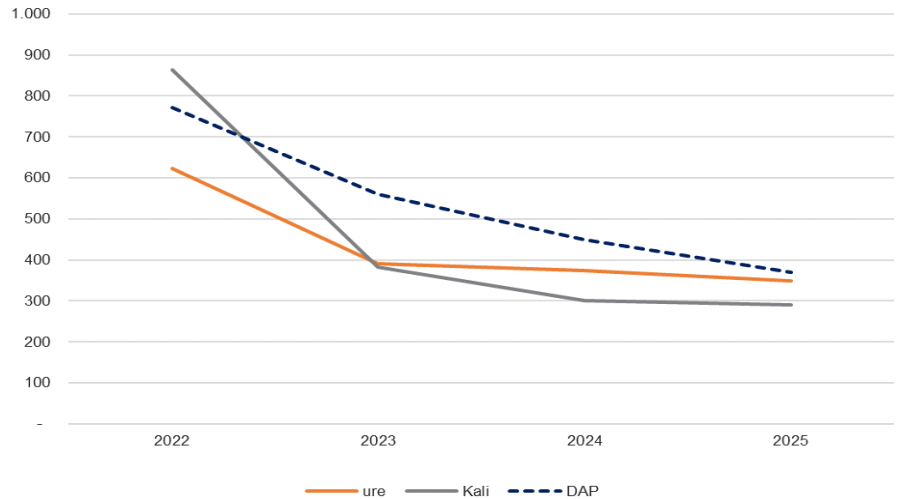
Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

Chi phí đầu vào giảm sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận gộp của mảng NPK trong năm 2024.

DCM sản xuất NPK từ các nguyên liệu như urê hạt đục (tự sản xuất), kali (nhập khẩu) và DAP (mua ngoài hoặc nhập khẩu từ Trung Quốc). Ngân hàng Thế giới

dự phóng giá kali sẽ giảm 21,7% svck, trong khi Fitch rating dự báo giá DAP sẽ giảm 19,6% vào năm 2024. Chúng tôi tin rằng sự giảm mạnh về giá nguyên liệu sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp của mảng NPK trong năm 2024. Theo đó, chúng tôi ước tính biên LN gộp của mảng NPK sẽ cải thiện 1,4 điểm % svck lên 14,3% trong năm 2024. Chúng tôi dự phóng biên LN gộp của mảng NPK sẽ giảm lần lượt 2,2/1,4 điểm % svck trong các năm 2025-26, khi giá bán dự kiến tiếp tục giảm.

Hình 63: Dự phóng giá nguyên liệu sản xuất NPK năm 24-25 (USD/tấn)

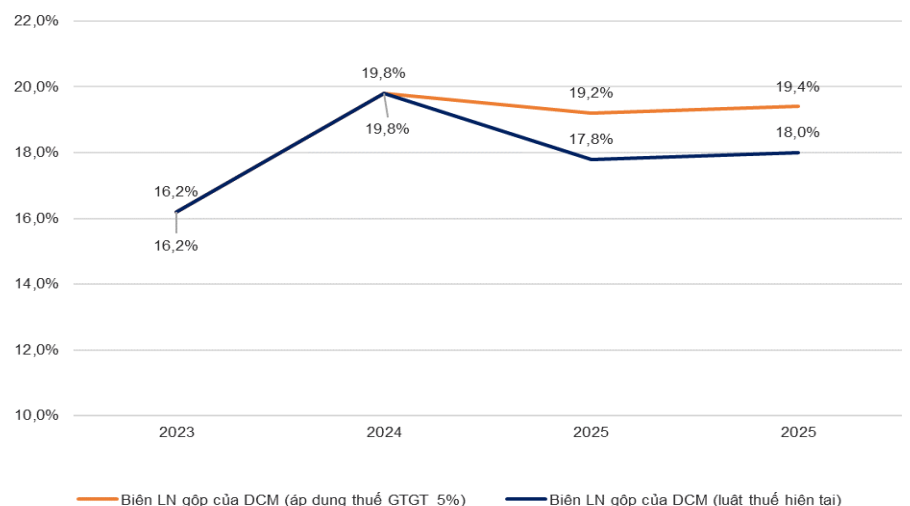


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WORLD BANK, FITCH RATING

Luật thuế GTGT sửa đổi sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp của DCM từ năm 2025

Nếu luật thuế GTGT sửa đổi được thông qua, nó sẽ có tác động tích cực đối với các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm đơn như urê và lân. Chúng tôi tin rằng DCM sẽ hưởng lợi đáng kể từ luật thuế GTGT sửa đổi, do doanh thu từ urê chiếm 65% trong cơ cấu doanh thu của DCM. Chúng tôi dự báo rằng luật thuế GTGT sửa đổi sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp của DCM tăng 1,4 điểm % từ năm 2025 so với việc áp dụng luật thuế GTGT hiện tại.

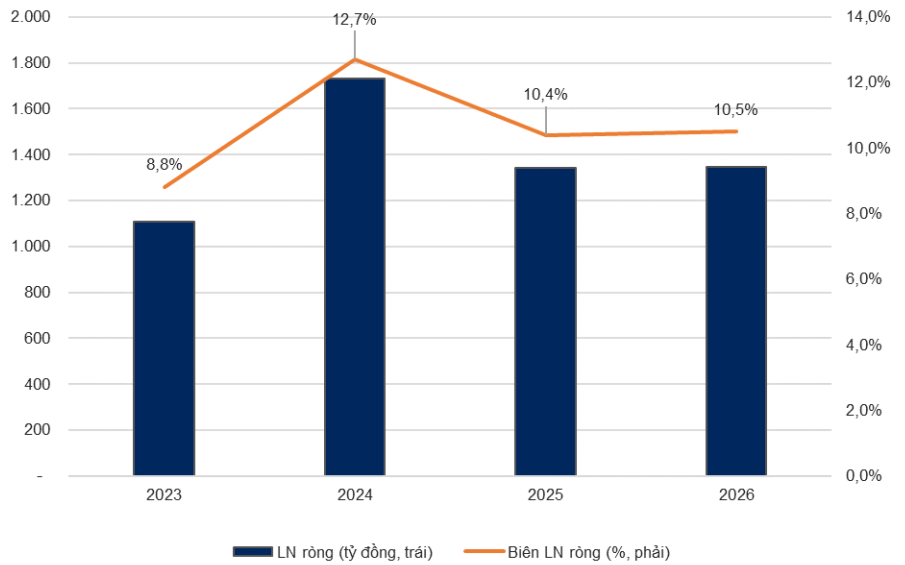
Hình 64: Luật thuế GTGT sửa đổi giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của DCM từ năm 2025



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WORLD BANK, FITCH RATING

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của DCM sẽ tăng trưởng trong năm 2024 trước khi giảm vào năm 2025.

Hình 65: Dự phóng lợi nhuận ròng của DCM cho năm 2024-26 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo doanh thu của DCM sẽ tăng 7,8% svck trong năm 2024, được thúc đẩy bởi: 1) Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng tích cực nhờ mở rộng các thị trường xuất khẩu mới, và 2) Doanh thu của mảng NPK tăng mạnh sau khi sáp nhập với KVF. Doanh thu của DCM sẽ giảm 5,4% svck trong năm 2025, với giả định rằng nhu cầu tiêu thụ không còn được hỗ trợ bởi giá nông sản cao như năm 2024.

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ tăng 42,3% lên 1,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2024, với những đóng góp tích cực từ cả urê và NPK. Đối với năm 2025, LN ròng của DCM sẽ giảm 14,9% xuống 1,3 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do sự sụt giảm mạnh hơn trong giá bán các sản phẩm phân bón.

Định giá: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 44.100 VND/cp

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp định giá so sánh P/E với trọng số bằng nhau để đưa ra giá mục tiêu 44.100 VND/cổ phiếu cho DCM, dựa trên các giả định sau:

- Chúng tôi sử dụng **lãi suất phi rủi ro là 2,79%** (Lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30/06/2024)
- Chúng tôi sử dụng mức **phần bù rủi ro thị trường là 7,78%** (dựa trên báo cáo [Damodaran's](#) cập nhật về phần bù rủi ro thị trường vào ngày 01/07/2024)
- P/E mục tiêu cho DCM là 14.0x** (tương đương với mức P/E trung bình 5 năm của ngành), cao hơn mức P/E trung bình 5 năm là 11,9x. Chúng tôi tin rằng mức P/E ở mức trên là hợp lý để phản ánh vị thế của DCM trong ngành và triển vọng lợi nhuận trong năm 2024.

Hình 66: Giá mục tiêu dựa trên DCF

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	9.057
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	14.885
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	10.526
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	848
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	29
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	24.534
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	529
Giá trị cổ phiếu (đồng)	46.344
Giá mục tiêu (đồng)	46.400
P/E mục tiêu năm 2024	14,1x

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 67: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do (FCFF)

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	1.578	1.343	1.348	1.078	1.127
Thuế khả dụng	10,6%	9,0%	10,8%	18,3%	18,1%
Chi phí lãi vay	13	27	37	42	41
+ Thay đổi vốn lưu động	(290)	(135)	47	(96)	220
- Capex	(188)	(500)	(500)	(300)	(182)
+ Chi phí khấu hao	387	446	520	561	578
Dòng tiền tự do FCFF	1.652	1.239	1.525	1.372	1.857
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF	1.563	1.050	1.156	931	1.128
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF (5 năm)					5.828
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối					9.057
Tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp					14.885

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 68: Chi phí vốn cổ phần

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,79%
Phần bù rủi ro thị trường	7,78%
Beta	1,3
Chi phí VCSH	12,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 69: WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	9.963
Nợ	848
Chi phí nợ	3,0%
Mức thuế	13,4%
WACC	11,5%
Tăng trưởng dài hạn	0,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 70: Định giá P/E

P/E	2024
EPS 2024 (đồng)	2.981
P/E mục tiêu (x)	14
Giá trị cổ phiếu (đồng)	41.734
Giá mục tiêu (đồng)	41.800

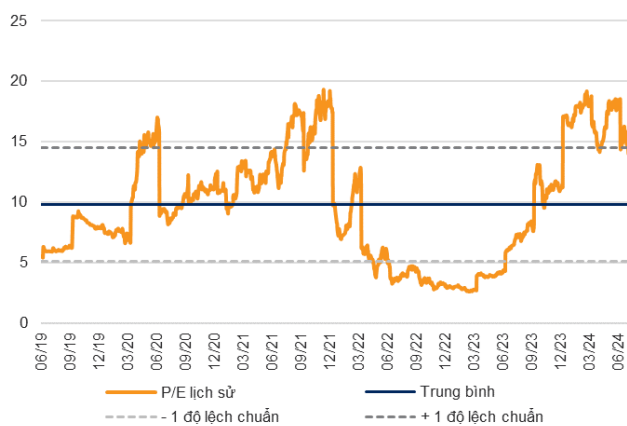
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 1: Giá mục tiêu hỗn hợp

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá mục tiêu theo tỷ trọng (đồng)
DCF	46.334	50%	23.172
P/E	41.734	50%	20.867
Giá trị hợp lý (đồng)			44.039
Giá mục tiêu (đồng)			44.100

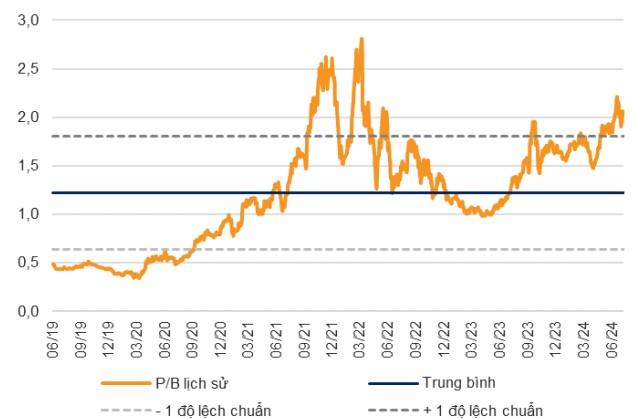
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 72: P/E lịch sử của DCM từ năm 2019



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 73: P/B lịch sử của DCM từ năm 2019



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 74: Phân tích độ nhạy để định giá DCF

		Chi phí VCSH (%)					
		Cơ sở					
Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở		10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,7%
		0,0%	45.000	44.300	43.700	43.100	42.600
		0,2%	45.200	44.500	43.800	43.300	42.700
		0,5%	45.500	44.800	44.100	43.500	42.900
		0,8%	45.900	45.100	44.400	43.700	43.100
		1,1%	46.200	45.400	44.600	44.000	43.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá

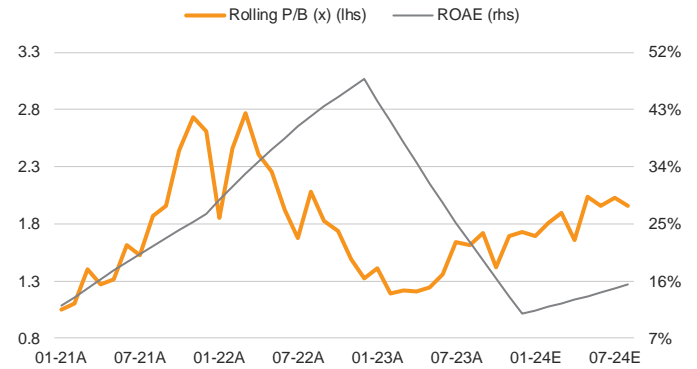
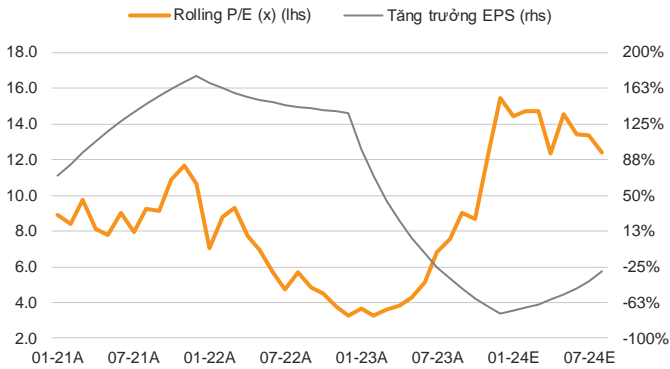
- Động lực tăng giá bao gồm doanh số bán hàng cao hơn và tác động tích cực của luật thuế GTGT mới.
- Rủi ro giảm giá là giá khí đầu vào cao hơn dự kiến, giá urê giảm do giá urê thế giới giảm và luật thuế GTGT sửa đổi không được thông qua.

Hình 75: So sánh các doanh nghiệp trong ngành phân bón

Công ty	Mã CK	Giá (nội tệ)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E trượt 12T (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 12T (%)	ROA trượt 12T (%)	Nợ/VCSH (%)
CTCP phân bón Miền Nam	SFG VN	11.350	22	12,6	0,9	6,9%	3,5%	74,1
CTCT supe Phốt phát và hóa chất Lâm Thao	LAS VN	24.100	108	17,4	1,8	11,8%	8,0%	28,1
CTCP phân bón và hóa chất dầu khí	DPM VN	35.350	549	26,6	1,2	12,7%	5,0%	0,0
CTCP phân bón Bình Điền	BFC VN	46.900	106	8,5	2,4	20,0%	6,1%	116,2
<i>Trung bình</i>				<i>25,9</i>	<i>2,0</i>	<i>17,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>68,2</i>
CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau	DCM VN	36.550	768	14,6	2,0	12,7%	9,1%	8,5

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu tại ngày 01/08/2024)

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	12,571	13,637	12,900
Giá vốn hàng bán	(10,539)	(10,937)	(10,424)
Chi phí quản lý DN	(549)	(564)	(534)
Chi phí bán hàng	(801)	(837)	(823)
LN hoạt động thuần	683	1,298	1,119
EBITDA thuần	1,766	1,685	1,565
Chi phí khấu hao	(1,083)	(387)	(446)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	683	1,298	1,119
Thu nhập lãi	577	505	453
Chi phí tài chính	(27)	(40)	(96)
Thu nhập ròng khác	22	176	67
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1,255	1,939	1,544
Thuế	(145)	(206)	(139)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(2)	(2)
LN ròng	1,109	1,732	1,403
Thu nhập trên vốn	1,109	1,732	1,403
Cổ tức phổ thông	(1,590)	(1,059)	(529)
LN giữ lại	(481)	673	874

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	2,284	2,099	2,279
Đầu tư ngắn hạn	8,242	7,800	7,600
Các khoản phải thu ngắn hạn	408	319	309
Hàng tồn kho	2,161	2,242	2,137
Các tài sản ngắn hạn khác	409	466	434
Tổng tài sản ngắn hạn	13,504	12,926	12,759
Tài sản cố định	1,688	1,515	1,595
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	45	45	45
Tổng tài sản	15,238	14,486	14,400
Vay & nợ ngắn hạn	846	846	796
Phải trả người bán	1,989	1,443	1,349
Nợ ngắn hạn khác	1,682	1,956	1,782
Tổng nợ ngắn hạn	4,517	4,244	3,927
Vay & nợ dài hạn	3	103	203
Các khoản phải trả khác	754	615	685
Vốn điều lệ và	5,294	5,294	5,294
LN giữ lại	2,045	1,603	1,662
Vốn chủ sở hữu	9,936	9,494	9,553
Lợi ích cổ đông thiểu số	28	30	31
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	15,238	14,486	14,400

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	1,255	1,939	1,544
Khấu hao	1,083	387	446
Thuế đã nộp	(154)	(206)	(139)
Các khoản điều chỉnh khác	(587)	(574)	(309)
Thay đổi VLĐ	784	(290)	(135)
LC tiền thuần HĐKD	2,382	1,257	1,407
Đầu tư TSCĐ	(544)	(188)	(500)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(1,183)	(295)	(247)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	258	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(1,469)	(483)	(747)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	836	100	50
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1,590)	(1,059)	(529)
LC tiền thuần HĐTC	(754)	(959)	(479)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,126	2,284	2,099
LC tiền thuần trong năm	159	(185)	180
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,284	2,099	2,279

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	8.8%	12.7%	10.9%
Vòng quay TS	0.85	0.92	0.89
ROAA	7.5%	11.7%	9.7%
Đòn bẩy tài chính	1.43	1.53	1.52
ROAE	10.8%	17.8%	14.7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	5.8	2.0	2.3
Số ngày nắm giữ HTK	74.8	75.0	74.8
Số ngày phải trả tiền bán	68.9	48.3	47.2
Vòng quay TSCĐ	6.40	8.51	8.30
ROIC	10.3%	16.5%	13.3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3.0	3.0	3.2
Khả năng thanh toán nhanh	2.5	2.5	2.7
Khả năng thanh toán tiền mặt	2.3	2.3	2.5
Vòng quay tiền	11.7	28.7	29.9
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(21.1%)	8.5%	(5.4%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(84.3%)	90.2%	(13.8%)
Tăng trưởng LN ròng	(74.3%)	56.2%	(19.0%)
Tăng trưởng EPS	(74.3%)	56.2%	(19.0%)

Nguồn: VND RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT 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. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: hai.nguyenngoc@vndirect.com.vn

Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên phân tích

Email: hue.duongthu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>