

**CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (DCM)**

**KHẢ QUAN (duy trì)**

**Hoá chất**

Giá thị trường	VND36.950
Cao/thấp nhất 52	VND40.700/VND28.565
Giá mục tiêu	VND42.700
Giá mục tiêu cũ	VND44.100
Consensus	2,2%
Tiềm năng tăng giá	15,5%
Tỷ suất cổ tức	2,7%
Tổng tỷ suất sinh lời	18,2%

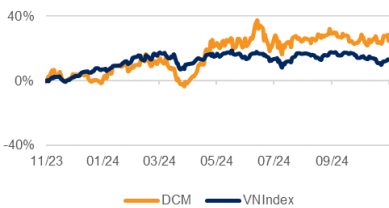
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tiêu cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	770,5
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	4,8
Sở hữu NN (tr USD)	324,5
Số CP lưu hành (tr)	529,4
Số CP pha loãng (tr)	529,4

	DCM	Ngành	VNI
P/E trượt	14,1x	14,2x	13,0x
P/B hiện tại	2,0x	1,5x	1,6x
ROA	10,3%	7,3%	2,1%
ROE	14,3%	14,4%	12,5%

\*dữ liệu 11/27/2024

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
Giá cổ phiếu	1	0,5	24,8
Tương quan với chỉ số	-0,9	-3,0	14,1

**Cơ cấu sở hữu**

PetroVietnam	75,6%
PVFC Capital	8,7%
Khác	15,7%

**Tổng quan doanh nghiệp**

DCM là doanh nghiệp duy nhất sản xuất urê hạt đục tại VN. 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. Vào năm 2024, DCM đã sáp nhập KVF, doanh nghiệp sở hữu nhà máy NPK với công suất thiết kế 360.000 tấn/năm.

**Chuyên viên phân tích:**



**Dương Thị Thu Huệ**

hue.duongthu@vndirect.com.vn

**Giá dầu dự kiến thấp hơn hỗ trợ lợi nhuận**

- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 15,5% và tỷ suất cổ tức 2,7%. Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 3,2% trong khi giá cổ phiếu không đổi kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Giá mục tiêu của chúng tôi thấp hơn là do áp dụng mô hình định giá DCF đến năm 2025 với dự phóng EPS thấp hơn.
- P/E trượt 14,1x, ở mức trung bình của ngành tuy nhiên vẫn chưa đánh giá đầy đủ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và vị thế dẫn đầu của doanh nghiệp.

**Tiêu điểm tài chính**

- Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2025 tăng trưởng 1,2% nhờ đóng góp của KVF thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mảng NPK.
- Chúng tôi dự phóng biên LN gộp sẽ tăng 3,4 điểm % trong năm 2025 đạt 22,8% chủ yếu do giá dầu dự kiến thấp hơn và luật thuế VAT sửa đổi sẽ làm giảm chi phí sản xuất các sản phẩm của công ty.
- Tổng nợ vay đã tăng 91% kể từ đầu năm tại cuối Q3/24, chủ yếu là nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động khi hàng tồn kho đã tăng 46,8% kể từ đầu năm lên 3,2 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, sức khỏe tài chính nhìn chung vẫn duy trì ở mức lành mạnh với tỷ lệ tiền mặt ròng cuối Q3/24 đạt 70,6%.

**Lưu điểm đầu tư**

**KVF tiếp tục là động lực tăng trưởng của mảng NPK**

Chúng tôi tin rằng sau khi ổn định việc sáp nhập vào năm 2024, DCM sẽ tập trung đẩy mạnh sản xuất và phân phối NPK của KVF từ 2025, qua đó làm tăng sản lượng tiêu thụ NPK của công ty 32,7% svck. Đồng thời, DCM có thể tận dụng hệ thống của KVF để bán các sản phẩm khác của công ty mẹ như urê Cà Mau và NPK Cà Mau.

**Luật VAT sửa đổi kỳ vọng sẽ cải thiện biên LN gộp DCM ở mức khiêm tốn**

Chúng tôi kỳ vọng việc áp dụng luật VAT sửa đổi sẽ giúp giảm giá thành sản xuất urê nội địa xuống 9,3%. Đồng thời, các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước sẽ chia sẻ lợi ích từ việc hoàn thuế VAT đầu vào bằng cách giảm giá bán urê (không bao gồm 5% VAT đầu ra) xuống 5%. Chúng tôi ước tính luật VAT mới sẽ giúp biên LN gộp mảng urê tăng 2,7 điểm % vào năm 2025 so với luật hiện hành. Biên LN gộp của DCM cũng sẽ cải thiện 1,7% sau khi áp dụng luật VAT mới trong năm tới.

**Môi trường giá dầu thấp hơn hỗ trợ mở rộng biên LN gộp mảng urê**

Triển vọng giá dầu giảm, cùng với dự phóng của chúng tôi rằng tỷ giá USD/VND sẽ giảm vào năm 2025 giúp giá khí đầu vào cho sản xuất urê hạ nhiệt. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng giá urê trong nước (không bao gồm tác động của luật VAT sửa đổi) sẽ đi ngang svck, theo xu hướng giá urê toàn cầu, qua đó hỗ trợ mở rộng biên LN gộp urê trong năm 2025.

**Định giá vẫn hấp dẫn với triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp**

P/E trượt là 14,1x cao hơn mức P/E trung bình 5 năm là 10,3x, nhưng chưa phản ánh hết triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và vị thế dẫn đầu của doanh nghiệp trên thị trường.

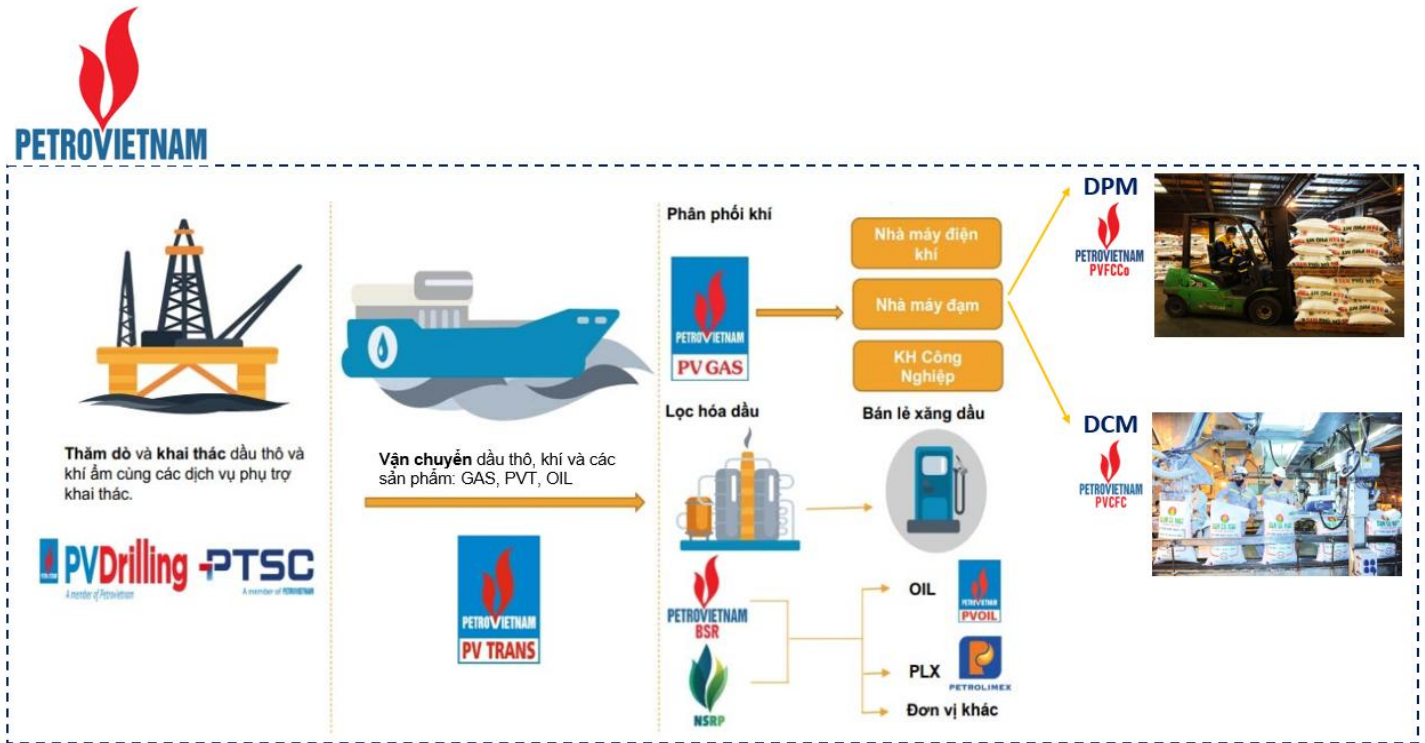
	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-21,1%	2,0%	1,2%	3,5%
Tăng trưởng EPS	-74,3%	28,0%	20,0%	14,3%
Biên LN gộp	16,2%	19,4%	22,8%	24,2%
Biên LN ròng	8,8%	11,1%	13,1%	14,5%
P/E (x)	19,3	15,1	12,6	11,0
Rolling P/B (x)	2,1			
ROAE	10,8%	14,1%	16,8%	18,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp: Dẫn đầu thị trường tiêu thụ urê hạt đục Việt Nam

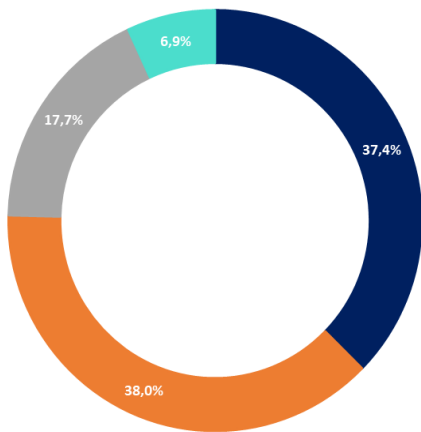
Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM), thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), được thành lập vào năm 2012. Nhà máy Phân bón Cà Mau được coi là một dự án trọng điểm quốc gia trong ngành dầu khí Việt Nam, sử dụng nguồn khí từ bể Malay – Thổ Chu qua hệ thống đường ống khí PM3 – Cà Mau. Việc thành lập nhà máy đã nâng tổng công suất sản xuất Urê từ khí của Việt Nam lên 1,6 triệu tấn/năm, từ 800.000 tấn/năm do Nhà máy Phân bón Phú Mỹ sản xuất. Sau 12 năm xây dựng và phát triển, DCM hiện cung cấp hơn 1.200.000 tấn phân bón các loại (bao gồm cả thương mại) ra thị trường. Hiện tại, DCM chiếm 37,4% thị phần tiêu thụ urê toàn quốc (xếp thứ hai sau DPM) và 11% thị phần tiêu thụ urê NPK toàn quốc..

Hình 1: DCM là thành viên thuộc hệ sinh thái của PVN



Nguồn: PETROVIETNAM, VNDIRECT RESEARCH

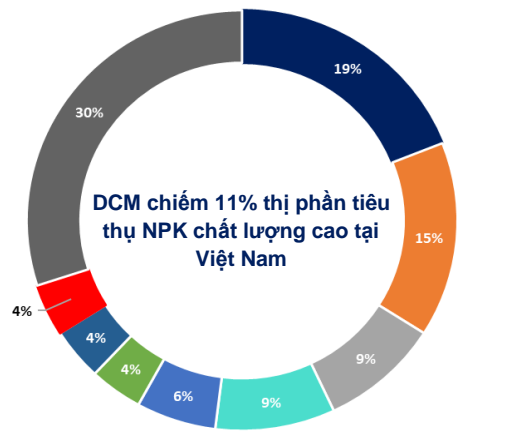
Hình 2: Thị phần tiêu thụ Urê ở Việt Nam



■ DCM ■ DPM ■ DHB ■ Công ty TNHH MTV Đạm Ninh Bình

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Thị phần tiêu thụ NPK ở Việt Nam



■ LAS ■ BFC ■ Vinacam ■ Việt Nhật ■ SFG ■ Baconco ■ DPM ■ DCM ■ Khác

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DCM đã hoàn tất việc mua lại 100% cổ phần của Công ty TNHH Phân bón Hà-Việt (KVF) vào tháng 5 năm 2024 từ Tập đoàn Taekwang của Hàn Quốc. KVF đã bắt đầu xây dựng nhà máy phân bón NPK tại TP.HCM vào tháng 7 năm 2016 và bắt đầu hoạt động vào tháng 12 năm 2017, với công suất thiết kế 360.000 tấn phân bón NPK mỗi năm, nâng tổng công suất sản xuất NPK của DCM lên 660.000 tấn mỗi năm. Giai đoạn 1, nhà máy sẽ chủ yếu hoạt động như một kho lưu trữ để phân phối các sản phẩm phân bón của DCM từ cảng Quy Nhơn ra các tỉnh miền Trung. Giai đoạn 2, DCM có kế hoạch sẽ ưu tiên mở rộng sản xuất và phân phối các sản phẩm NPK của KVF.

## Tóm tắt KQKD Q3/24: Lợi nhuận mảng urê được thúc đẩy nhờ hết khẩu hao nhà máy urê

Hình 4: Tóm tắt KQKD 3Q24

Tỷ đồng	Q3/24	% svck	9T24	% svck	9T24 sv dự phóng
<b>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>					
- Urê	127.900	-44,3%	581.300	-13,4%	64,2%
- NPK	40.100	39,9%	115.040	36,4%	51,8%
- Trading	77.560	59,6%	175.000	33,4%	94,6%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.634</b>	<b>-12,5%</b>	<b>9.242</b>	<b>2,3%</b>	<b>67,8%</b>
- Urê	1.215	-40,8%	5.552	-12,2%	65,2%
- NPK	652	85,9%	1.831	74,0%	71,2%
- Trading	702	19,6%	1.538	0,3%	72,4%
- Phế phẩm và thành phẩm khác	95	-40,5%	633	20,2%	84,2%
LN gộp	610	64,9%	1.320	40,6%	49,4%
Chi phí BH&QLDN	276	-0,5%	981	12,8%	70,0%
Doanh thu tài chính thuần	25	-86,8%	213	-52,2%	45,9%
LN trước thuế	132	25,6%	1.129	58,1%	58,2%
<b>LN ròng</b>	<b>120</b>	<b>63,2%</b>	<b>1.051</b>	<b>71,2%</b>	<b>60,7%</b>
Biên LN gộp	14,2%	8,3 đ %	18,4%	6,1 đ %	
Biên LN ròng	4,6%	2,1 đ %	11,4%	4,6 đ %	

Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

### Doanh thu Q3/24 giảm do sản lượng tiêu thụ urê giảm mạnh

Doanh thu thuần Q3/24 giảm 12,5% svck xuống 2.634 tỷ đồng chủ yếu do sự suy giảm ở mảng urê, chi tiết như sau:

- Doanh thu urê giảm 40,8% svck xuống còn 1.215 tỷ đồng với sự sụt giảm mạnh ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu. Nguyên nhân chính là do vào tháng 8/2024, DCM không còn ghi nhận mức tăng đột biến về sản lượng tiêu thụ urê như tháng 8/2023 khi lệnh cấm xuất khẩu urê của Trung Quốc mới được ban hành. Điều này khiến sản lượng tiêu thụ urê trong Q3/24 giảm mạnh 44,4% svck.
- Doanh thu NPK tăng 85,9% svck lên 652 tỷ đồng, chủ yếu là do sản lượng tiêu thụ NPK tăng 39,9% svck với việc thị trường tiêu thụ NPK của DCM mở rộng sau khi sáp nhập với Công ty TNHH Phân bón Hàn Việt (KVF).
- Doanh thu trading tăng 19,6% svck lên 702 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng việc sáp nhập hệ thống phân phối của KVF đã mang lại cho DCM nhiều dư địa hơn để thúc đẩy hoạt động trading, qua đó tăng sản lượng trading lên 59,6% svck.

### Biên lợi nhuận gộp cải thiện trong Q3/24 nhờ nhà máy urê đã hết khấu hao

Biên LN gộp mảng urê trong Q3/24 đã tăng 13 điểm % svck lên 18,5% nhờ nhà máy urê đã hết khấu hao, khiến khấu hao tài sản cố định giảm mạnh 79,3% svck trong Q3/24 xuống 67 tỷ đồng. Biên LN gộp mảng NPK cũng mở rộng 14,5% svck lên 18,9% chủ yếu do giá các nguyên liệu sản xuất chính giảm, đặc biệt là giá Kali. Kết quả là, biên LN gộp tổng hợp của DCM trong Q3/24 đã mở rộng 8,3 điểm % svck đạt 14,2%.

### Lợi nhuận ròng tăng mạnh trong Q3/24 bất chấp doanh thu tài chính giảm mạnh

LN ròng Q3/24 tăng mạnh 63,2% svck lên 120 tỷ đồng từ nền thấp năm 2023. Chủ yếu do biên LN gộp mở rộng 8,3 điểm % svck bù đắp sự sụt giảm 86,8% svck của doanh thu tài chính thuần. Doanh thu tài chính thuần giảm mạnh chủ

yếu do lãi tiền gửi trong Q3/24 giảm mạnh khi số dư tiền gửi giảm và lãi suất tiền gửi thấp hơn.

### Lợi nhuận ròng nửa đầu 2024 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi

Tóm lại, DT thuần của DCM trong 9T24 tăng 2,3% svck lên 9.242 tỷ đồng, tương đương 67,8% dự báo cả năm 2024 của chúng tôi. Tuy nhiên, LN ròng trong 9T24 tăng 71,2% svck lên 1.051 tỷ đồng. Con số này thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi ở mức 60,7% dự báo năm 2024 của chúng tôi.

### Sức khỏe tài chính vẫn duy trì tốt mặc dù nợ tăng mạnh do hoạt động M&A gần đây

Hình 5: Phân tích bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Tiền & các khoản đầu tư ngắn hạn	9.817	10.526	10.929	10.627	8.616
Số ngày phải thu khách hàng	12	10	12	12	23
Số ngày hàng tồn kho	76	77	99	71	120
Số ngày phải trả nhà cung cấp	29	40	62	43	54
Capex	11,8	94,6	64,1	82,2	373,2
Tổng nợ vay	294	849	1.410	1.486	1.626
Chi phí lãi vay	2,5	3,9	7,2	8,9	12,6
Khấu hao	323	59	57	65	68
Tài sản cố định	1.605	1.600	1.544	1.862	1.877
Nợ ròng/VCSH	-99,5%	-96,8%	-92,5%	-93,3%	-70,6%

Nguồn: Fiin pro, VNDIRECT RESEARCH

Tổng nợ của DCM tăng 91% so với đầu năm, đạt 1,6 nghìn tỷ đồng vào cuối Q3/24, trong đó nợ ngắn hạn tăng 76,6% so với đầu năm, đạt 1,5 nghìn tỷ đồng. Với nhu cầu vốn lưu động tăng (hàng tồn kho và khoản phải thu đều tăng) để phục vụ việc mở rộng thị trường tiêu thụ trong giai đoạn này, trong các quý trước, công ty đã huy động các khoản vay ngắn hạn với lãi suất thấp thay vì sử dụng số dư tiền mặt (tiền mặt & đầu tư ngắn hạn). Tuy nhiên, trong Q3/24, công ty sử dụng tiền mặt cùng với nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động, thể hiện qua việc tiền mặt giảm 18,9% so với quý trước, đạt 8,6 nghìn tỷ đồng và nợ ngắn hạn tiếp tục tăng 11% so với quý trước, đạt 1,5 nghìn tỷ đồng. Nguyên nhân có thể là do môi trường lãi suất tiền gửi thấp hơn so với năm trước, khiến hoạt động tiết kiệm ít sinh lời hơn.

Ngoài ra, nợ dài hạn của DCM cũng tăng mạnh 44 lần so với đầu năm, đạt 132,7 tỷ đồng vào cuối Q3/24, chủ yếu phục vụ mục đích mua sắm và xây dựng tài sản cố định của Nhà máy Phân bón Dầu khí Bạc Liêu (thuộc CTCP bao bì dầu khí Việt Nam) và tài trợ việc mua cổ phần tại Công ty TNHH Phân bón Hàn Việt (KVF). Việc tăng trưởng tổng nợ đã khiến chi phí lãi vay của DCM tăng 5,1 lần so với năm trước, đạt 12,6 tỷ đồng.

Kết quả là, tỷ lệ nợ ròng của DCM vào cuối Q3/24 giảm xuống còn 70,6% từ mức 96,8% vào cuối năm 2023. Tuy nhiên, tỷ lệ đòn bẩy này vẫn ở mức khá lành mạnh

## Triển vọng 2025-26: Lợi ích kép từ giá khí thấp hơn và luật VAT sửa đổi

Hình 6: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024/26

Tỷ đồng	Thực hiện 2023	Cũ		Mới				Nhận xét
		2024	2025	2024	% thay đổi	2025	% thay đổi	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	82	85	80	80	-5,9%	75	-6,3%	Chúng tôi giảm giá định giá dầu Brent năm 2024/25 xuống 5,9%/6,3% dựa trên dự báo của EIA (Cơ quan Thông tin Năng lượng quốc tế).
Giá dầu MFO (USD/mmbtu)	10,8	11,4	10,7	10,5	-7,9%	9,9	-7,5%	
Tỷ trọng nguồn khí mua bổ sung từ Petronas	50,0%	50,0%	50,0%	55,0%	10,0%	60,0%	20,0%	Chúng tôi tăng tỷ lệ nguồn khí mua bổ sung từ Petronas trong 2024/25 thêm 10%/20% do chúng tôi kỳ vọng sản lượng khí tại lò PM3-CAA sẽ có xu hướng giảm trong giai đoạn 2024/25
Giá khí trung bình (USD/mmbtu)	9,5	9,9	9,4	9,6	-3,0%	9,4	0,0%	Chúng tôi giảm giá định giá khí trung bình năm 2024 xuống 3%, còn 9,6 USD/mmbtu do tác động hỗn hợp của: 1) chúng tôi hạ giá định giá MFO; 2) chúng tôi hạ giá định tỷ lệ nguồn khí đầu vào giá rẻ; và 3) chúng tôi hạ giá định tỷ giá hối đoái USD/VND năm 2024 xuống 24.977 từ mức 25.050 trong dự báo trước.
<b>Sản lượng sản xuất (nghìn tấn)</b>								
- Ure (bao gồm cả các dòng phân bón gốc ure)	956	950	940	937	-1,4%	939	-0,1%	
- NPK	151	251	289	207	-17,5%	287	-0,7%	Dự báo thấp hơn cho năm 2024 do sản lượng sản xuất NPK thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi trong 9T24
<b>Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)</b>								
- Ure	939	906	888	907	0,1%	931	4,9%	
- NPK	139	222	254	205	-7,6%	272	7,0%	Dự báo thấp hơn cho năm 2024 do sản lượng tiêu thụ NPK thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi trong 9T24
- Trading	183	185	181	235	27,0%	229	26,3%	Dự báo cao hơn cho năm 2024 do sản lượng trading cao hơn kỳ vọng của chúng tôi trong 9T24
<b>Giá (VND)</b>								
- Ure	8.855	9.404	8.746	8.589	-8,7%	8.159	-6,7%	
- NPK	12.085	11.602	10.790	11.505	-0,8%	10.727	-0,6%	
<b>Doanh thu thuần (tỷ đồng)</b>	<b>12.571</b>	<b>13.637</b>	<b>12.900</b>	<b>12.819</b>	<b>-6,0%</b>	<b>12.977</b>	<b>0,6%</b>	
% svck	-21,1%	8,5%	-5,4%	2,0%		1,2%		
Ure	8.310	8.518	7.763	7.787	-8,6%	7.595	-2,2%	
NPK	1.675	2.573	2.742	2.355	-8,5%	2.914	6,3%	
Trading	2.167	2.123	1.977	2.164	1,9%	2.012	1,8%	
<b>LN gộp</b>	<b>2.032</b>	<b>2.699</b>	<b>2.476</b>	<b>2.486</b>	<b>-7,9%</b>	<b>2.954</b>	<b>19,3%</b>	
% svck	-64,4%	32,9%	-8,3%	22,4%		18,8%		
Biên LN gộp	16,2%	19,8%	19,2%	19,5%	-0,3 điểm %	22,8%	3,3 điểm %	
- Biên LN gộp mảng ure	22,6%	26,7%	26,9%	26,2%	-0,5 điểm %	31,6%	4,7 điểm %	
- Biên LN gộp mảng NPK	12,9%	14,3%	12,1%	16,1%	1,8 điểm %	18,1%	6 điểm %	
- Biên LN gộp mảng trading	6,6%	9,3%	6,5%	8,7%	-0,6 điểm %	8,7%	2,2 điểm %	
Chi phí bán hàng	800	837	822	853	1,9%	865	5,2%	
Chi phí QLDN	549	564	534	525	-6,9%	532	-0,4%	Dự báo thấp hơn cho năm 2024 do chi phí QLDN thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi trong 9T24
Doanh thu tài chính thuần (chi phí)	549	460	347	289	-37,1%	296	-14,6%	Dự báo năm 2024 thấp hơn do: 1) chi phí lãi suất cao hơn dự kiến do tổng dư nợ cao hơn; và 2) thu nhập lãi vay thấp hơn dự kiến do số dư tiền gửi thấp hơn và lãi suất thấp hơn
Lợi nhuận khác	22,4	176	11,6	193,0	9,7%	23	96,6%	Dự báo cao hơn cho năm 2024 do PL khác cao hơn kỳ vọng của chúng tôi trong 9T24
Lợi nhuận trước thuế	1.255	1.939	1478	1.590	-18,0%	1877	27,0%	
<b>LN ròng</b>	<b>1.108</b>	<b>1.732</b>	<b>1343</b>	<b>1.420</b>	<b>-18,0%</b>	<b>1704</b>	<b>26,9%</b>	
% svck	-74,3%	56,3%	-19,0%	28,1%		20,0%		
EPS (VND)	2.095	3.271	2.538	2.682	-18,0%	3.217	26,8%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

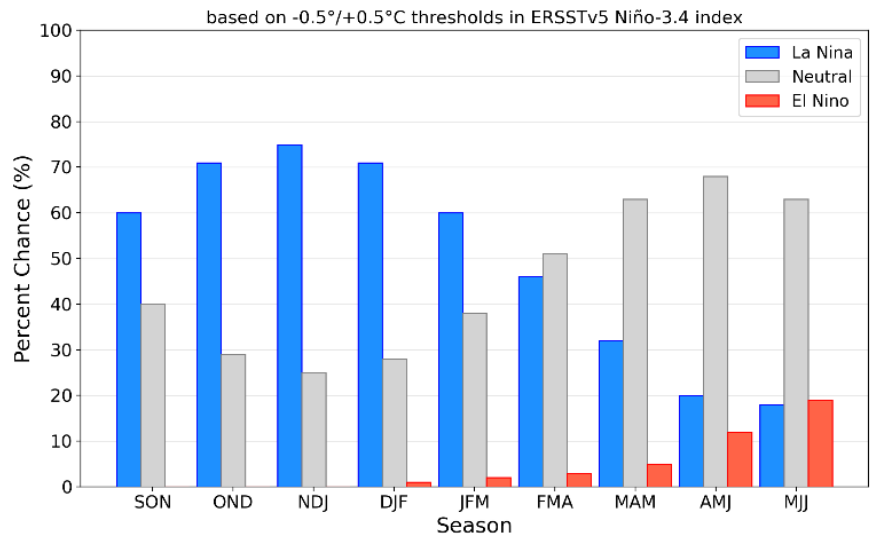
### Động lực tăng trưởng doanh thu đến từ mảng NPK

Nhu cầu phân bón trong nước dự kiến sẽ cải thiện trong 2025 nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn.

Theo dự báo của Cơ quan Quản lý Đại dương và Khí quyển Quốc gia Hoa Kỳ (NOAA), hiện tượng La Nina sẽ mạnh lên trong giai đoạn từ tháng 9 đến tháng 11 năm 2024 và dần chuyển sang trung tính vào giữa năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng La Nina sẽ chuyển sang trạng thái trung tính từ giữa năm 2025, giúp điều kiện thời tiết trong nước thuận lợi hơn và hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ phân bón trong vụ mùa Hè-Thu và Đông-Xuân trong niên vụ 2025-26.

Hình 7: Dự phóng khả năng xảy ra hiện tượng ENSO

**Official NOAA CPC ENSO Probabilities (issued October 2024)**



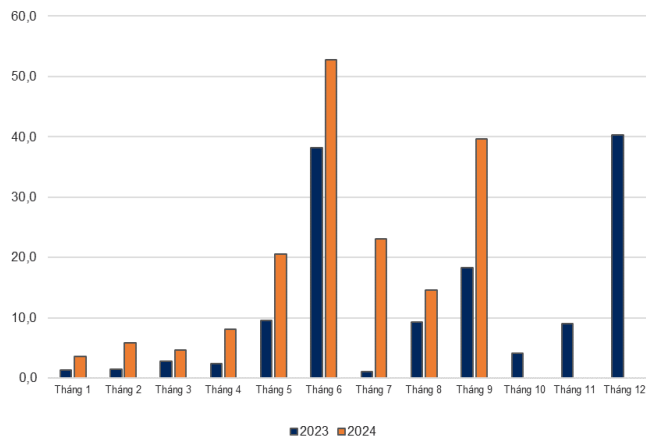
Ghi chú: SON (September-October-November); OND (October-November-December); NDJ (November-December-January); DJF (December-January-February); JFM (January-February-March); FMA (February-March-April); MAM (March-April-May); AMJ (April-May-June); MJJ (May-June-July)

Nguồn: IRI

**Sản lượng tiêu thụ NPK tiếp tục tăng trưởng nhờ đóng góp của KVF**

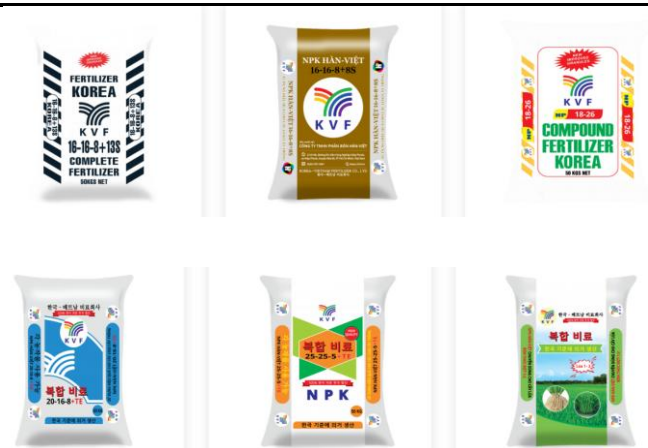
Sau khi mua lại 100% vốn của Công ty TNHH Phân bón Hàn Quốc - Việt Nam (KVF) vào tháng 5 năm 2024, sản lượng tiêu thụ NPK hợp nhất của DCM đã tăng trưởng mạnh mẽ. Sản lượng tiêu thụ NPK hợp nhất trong 9T24 của DCM đã tăng 87,3% svck, đạt 158.000 tấn. Chúng tôi ước tính rằng sản lượng tiêu thụ NPK hợp nhất trong năm 2024 sẽ tăng 47,7% svck, đạt 205.000 tấn, trong đó sản lượng tiêu thụ NPK của KVF chiếm 27% tổng sản lượng tiêu thụ NPK hợp nhất của DCM. Chúng tôi tin rằng sản lượng tiêu thụ NPK của DCM do KVF đóng góp sẽ tăng trưởng lần lượt 100%/30% lên 110.000/143.000 tấn vào năm 2025/26 (tương ứng với hiệu quả hoạt động nhà máy NPK của KVF đạt lần lượt 31%/37%) chủ yếu nhờ vào: 1) hợp nhất toàn bộ sản lượng tiêu thụ NPK của KVF vào sản lượng tiêu thụ NPK của DCM trong năm 2025 thay vì chỉ hợp nhất từ tháng 5 như năm 2024; và 2) DCM sẽ tập trung vào việc thúc đẩy sản xuất và tiêu thụ NPK của KVF theo kế hoạch của ban lãnh đạo DCM.

Hình 8 : Sản lượng tiêu thụ NPK hợp nhất của DCM theo tháng (nghìn tấn)



Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

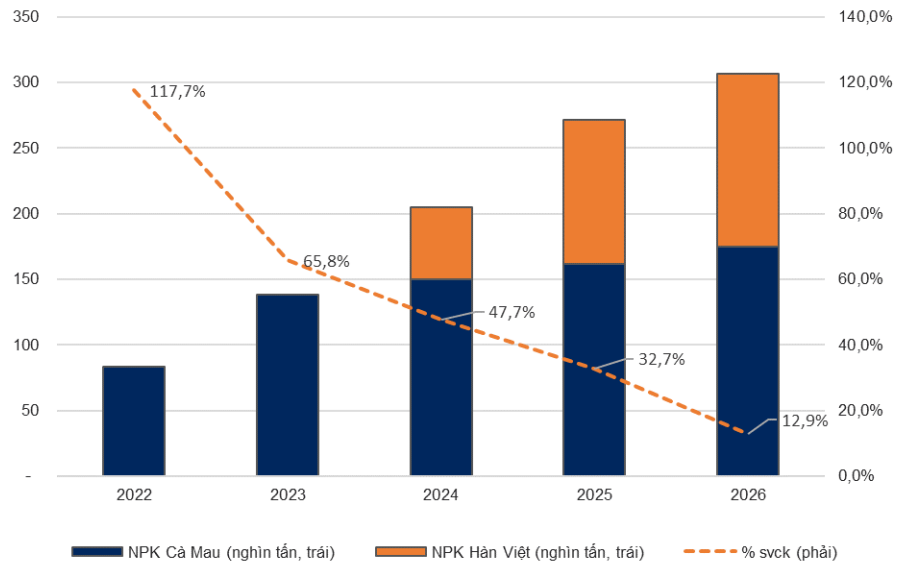
Hình 9: Một vài sản phẩm NPK tiêu biểu của KVF



Nguồn: KVF

Chúng tôi tin rằng việc đưa KVF vào hệ sinh thái của DCM cũng sẽ giúp thúc đẩy việc bán chéo các sản phẩm chủ lực của công ty mẹ như urê Cà Mau và NPK Cà Mau thông qua hệ thống phân phối của KVF. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng thời tiết thuận lợi hơn từ giữa năm 2025 (như đã đề cập ở trên) sẽ thúc đẩy hoạt động sản xuất nông nghiệp và chăm sóc cây trồng, từ đó tăng nhu cầu tiêu thụ NPK trong nước. Tóm lại, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ NPK của DCM trong năm 2025/26 sẽ tăng trưởng 32,7%/12,9% svck, đạt 272.000/307.000 tấn, tương ứng với tỷ lệ sử dụng NPK lần lượt đạt 35%/39%.

**Hình 10 : Dự phóng sản lượng tiêu thụ NPK của DCM giai đoạn 2024/26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Sản lượng tiêu thụ urê phục hồi nhờ nhu cầu trong nước cải thiện

*Sản lượng tiêu thụ urê dự kiến giảm nhẹ trong năm 2024 từ mức nền cao*

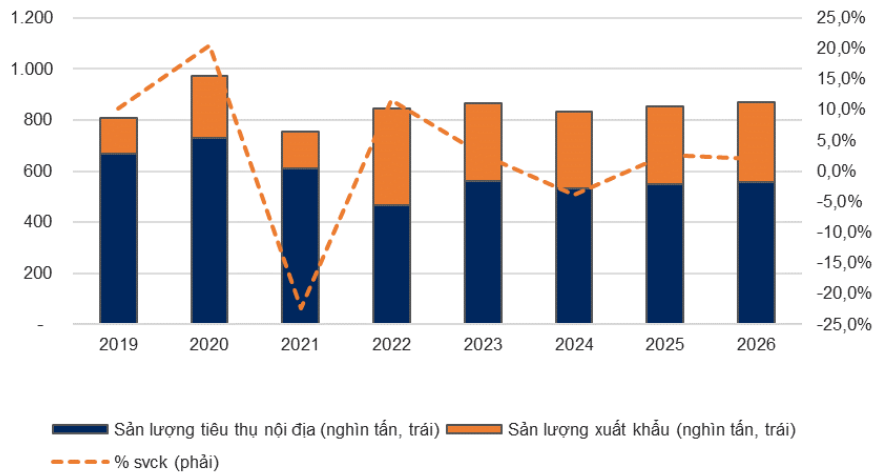
Sản lượng tiêu thụ urê của DCM trong 10 tháng đầu năm 2024 giảm 4,3% svck, đạt 678.000 tấn, chủ yếu do điều kiện thời tiết trong nước không thuận lợi trong Q3/24 đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến việc chăm sóc cây trồng, dẫn đến nhu cầu tiêu thụ urê trong quý giảm. Chúng tôi tin rằng sản lượng tiêu thụ urê trong Q4/24 sẽ phục hồi mạnh mẽ so với Q3/24 khi vụ Đông-Xuân (vụ mùa có nhu cầu tiêu thụ phân bón cao nhất) đang đến gần. Với tổng sản lượng tiêu thụ urê đạt được trong 10T24, chúng tôi ước tính rằng sản lượng tiêu thụ urê của DCM trong năm 2024 sẽ giảm 3,9% svck, đạt 832.000 tấn, với dự báo sản lượng tiêu thụ urê trong nước giảm khoảng 5%, xuống còn 531.000 tấn.

*Sự phục hồi nhu cầu trong nước sẽ hỗ trợ sản lượng tiêu thụ urê trong năm 2025*

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ urê của DCM sẽ tăng lần lượt 2,6%/2,0% svck, đạt 854.000/871.000 tấn vào năm 2025/26, chủ yếu do: 1) Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ urê trong nước sẽ cải thiện 3%/2% svck, đạt 547.000/558.000 tấn vào năm 2025/26, nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn sẽ thúc đẩy sản xuất nông nghiệp trong nước, từ đó hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ urê trong nước của DCM; và 2) Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu urê của DCM trong năm 2025/26 sẽ phục hồi 2%/2% svck, đạt 307.000/313.000 tấn, chủ yếu do nhu cầu từ thị trường Campuchia.



**Hình 11 : Dự phóng sản lượng tiêu thụ urê của DCM giai đoạn 2024/26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### **Luật VAT sửa đổi được thông qua sẽ mang lại lợi ích cho cả nhà sản xuất và người tiêu dùng phân bón trong nước.**

Vào ngày 26/11/2024, luật VAT sửa đổi đã được thông qua, chuyển phân bón từ đối tượng không chịu thuế sang đối tượng chịu thuế với mức VAT đầu ra là 5%. Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước sẽ chia sẻ phần lớn lợi ích từ việc hoàn thuế VAT đầu vào với người tiêu dùng cuối, từ đó khiến mặt bằng giá bán phân bón sản xuất trong nước (không tính biến động thị trường) không thay đổi đáng kể so với hiện tại. Chúng tôi ước tính rằng luật VAT sửa đổi sẽ:

- Giảm chi phí sản xuất urê của các doanh nghiệp trong nước 9,3%, trong khi giá bán (không bao gồm thuế VAT) sẽ giảm 5%. Ước tính, giá bán urê (bao gồm thuế VAT) sẽ giảm nhẹ 0,3%.
- Giảm chi phí sản xuất NPK 6,4% và giá bán (không bao gồm thuế VAT) có thể giảm 5%. Ước tính, giá bán NPK (bao gồm thuế VAT) không thay đổi.
- Giảm chi phí sản xuất DAP 8,1%, trong khi giá bán (không bao gồm thuế VAT) sẽ giảm 5,3%. Ước tính, giá bán DAP (bao gồm thuế VAT) sẽ giảm nhẹ 0,5%.
- Giảm chi phí sản xuất phân lân 7,7%, trong khi giá bán (không bao gồm thuế VAT) sẽ giảm 5%. Ước tính, giá bán phân lân (bao gồm thuế VAT) sẽ giảm nhẹ 0,3%.
- Tăng giá bán các sản phẩm phân bón nhập khẩu lên 5%.

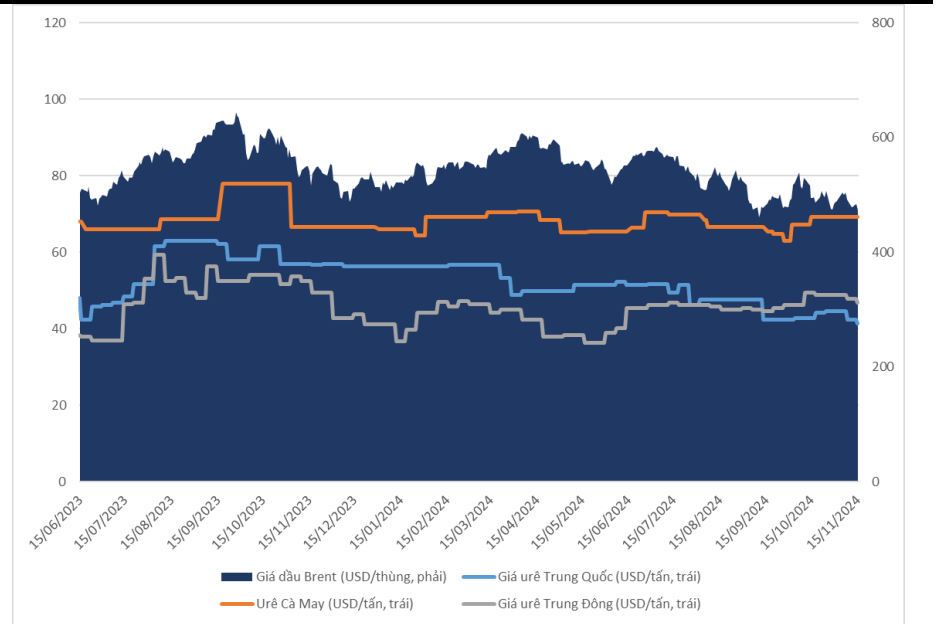
Với các giả định trên, chúng tôi tin rằng tác động của luật VAT sửa đổi đối với biên LN gộp của các nhà sản xuất phân bón trong nước là không đáng kể. Tuy nhiên, luật VAT sửa đổi sẽ tạo ra một sân chơi công bằng hơn cho các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước bằng cách giảm giá bán phân bón trong nước và tăng giá bán phân bón nhập khẩu. Đối với nông dân, giá bán các sản phẩm phân bón trong nước sẽ giảm nhẹ, giúp giảm chi phí vật tư nông nghiệp và từ đó khuyến khích sản xuất nông nghiệp.

**Giá bán urê của DCM kỳ vọng giảm do luật thuế VAT sửa đổi...**

**Giá urê toàn cầu được dự phóng tăng nhẹ vào năm 2025...**

Giá urê tại Trung Đông/Trung Quốc trong 11 tháng đầu năm 2024 đã giảm lần lượt 3,6%/10,2%, xuống còn 344/321 USD/tấn, theo xu hướng giảm của giá dầu thế giới. Tuy nhiên, giá urê toàn cầu đã có xu hướng tăng trở lại từ tháng 10, chủ yếu nhờ thông tin tích cực từ đấu thầu nhập khẩu urê của Ấn Độ và việc Trung Quốc được sự bảo tiếp tục đứng ngoài thị trường xuất khẩu urê trong những tháng cuối năm, qua đó hỗ trợ giá urê. Chúng tôi dự phóng giá urê tại Trung Quốc (cơ sở dự phóng giá urê thế giới của chúng tôi) sẽ giảm 10% svck vào năm 2024.

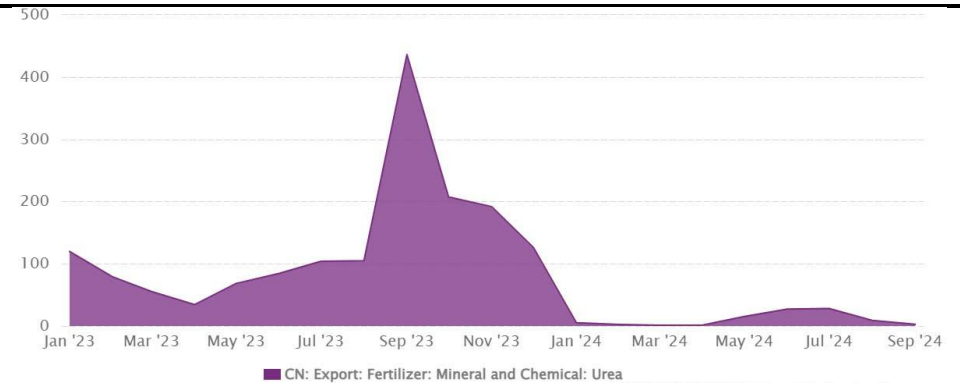
**Hình 12 : Diễn biến giá Urê thế giới và Việt Nam**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Theo một số thông tin trong ngành, Trung Quốc có khả năng tái gia nhập thị trường xuất khẩu urê từ đầu năm 2025. Tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu được đánh giá là thấp, khó có khả năng gây biến động mạnh đến giá urê toàn cầu. World Bank cũng đã cập nhật dự phóng mới nhất về giá urê (trong báo cáo tháng 10), dự kiến giá urê tại châu Âu sẽ giảm 7,8% svck vào năm 2024 trước khi tăng lần lượt 1,5%/1,5% svck vào các năm 2025/2026. Các dự phóng được đưa ra với giả định rằng các hạn chế thương mại urê tại Trung Quốc sẽ tiếp tục duy trì, hỗ trợ giá urê toàn cầu. Do giá urê tại Trung Quốc có mối tương quan với giá urê toàn cầu nói chung và giá urê tại châu Âu nói riêng, chúng tôi kỳ vọng giá urê tại Trung Quốc cũng sẽ tăng nhẹ 1%/1% svck trong 2025/26.

**Hình 13 : Sản lượng xuất khẩu urê Trung Quốc theo tháng (nghìn tấn)**



SOURCE: WWW.CEICDATA.COM | General Administration of Customs

Nguồn: CEICDATA

**... nhưng giá bán urê bình quân của DCM có thể giảm do tác động của luật thuế VAT sửa đổi**

Giá bán urê bình quân của DCM (khu vực miền Tây) trong 10 tháng đầu năm 2024 đã giảm 3% svck. Tuy nhiên, từ đầu tháng 10, giá urê đã có dấu hiệu phục hồi theo xu hướng giá urê toàn cầu bất chấp đây là giai đoạn tiêu thụ phân bón thấp điểm trong nước. Chúng tôi kỳ vọng giá bán urê của DCM từ Q4/24 sẽ khả quan hơn khi thị trường trong nước bước vào vụ Đông-Xuân, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón. Do đó, chúng tôi ước tính giá bán urê bình quân của DCM trong năm 2024 sẽ giảm 3% svck, đạt 8,6 triệu đồng/tấn.

Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng giá bán urê bình quân của DCM sẽ giảm 5% svck, xuống còn 8,1 triệu đồng/tấn do luật VAT sửa đổi làm giảm giá bán 5% (nếu không áp dụng luật VAT sửa đổi, giả định của chúng tôi là giá bán bình quân sẽ đi ngang svck năm 2025).

**... nhưng biên lợi nhuận gộp urê vẫn mở rộng nhờ tác động của giá dầu giảm**

**Giá khí có thể hạ nhiệt vào năm 2025 theo xu hướng giá dầu, giúp giảm chi phí sản xuất urê**

Giá dầu Brent trung bình từ đầu năm đến giữa tháng 11 đã giảm 2,3% svck, còn 80,7 USD/thùng, trong khi giá dầu FO Singapore trung bình tăng 3,2% svck, đạt 460 USD/tấn, chủ yếu do mức nền thấp trong Q1/23. Tuy nhiên, giá dầu FO Singapore cũng đã giảm theo xu hướng giá dầu Brent kể từ đầu Q3/24. Chúng tôi ước tính giá dầu Brent/FO Singapore trung bình năm 2024 sẽ giảm lần lượt 2,4%/2,4% svck, đạt 80 USD/thùng và 427 USD/tấn, phù hợp với dự phóng của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA). Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng giá khí trung bình của DCM (bao gồm VAT cước phí vận chuyển) trong năm 2024 sẽ tăng nhẹ 0,9% svck, đạt 9,6 USD/mmbtu, chủ yếu do tỷ giá USD/VND tăng và tỷ trọng nguồn khí giá rẻ (PM3-PVN) có thể tiếp tục giảm, làm át tác động giảm của giá dầu toàn cầu.

**Hình 14 : Diễn biến giá dầu Brent và FO**



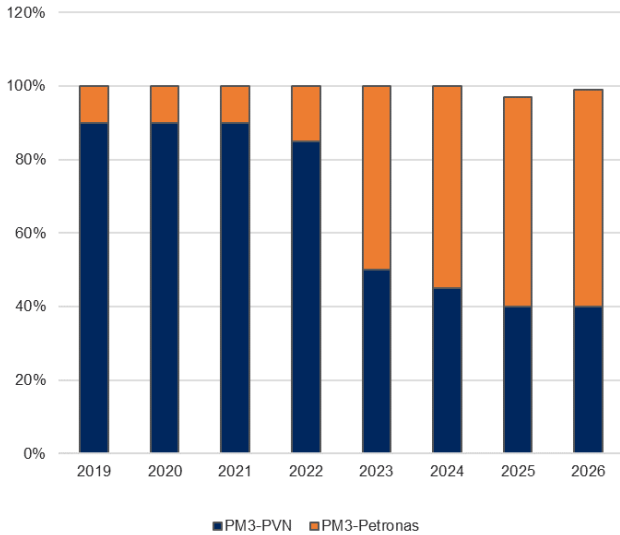
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng giá dầu Brent trung bình sẽ tiếp tục giảm 6,3% svck, xuống còn 75 USD/thùng, phù hợp với dự phóng của EIA, trong bối cảnh các cắt giảm của OPEC+ sắp hết hạn và chính quyền của tổng thống Trump hướng tới việc thúc đẩy sản xuất dầu khí tại Mỹ và chấm dứt xung đột Ukraine-Nga. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giá dầu FO trung bình tại Singapore

trong năm 2025 sẽ đi theo xu hướng của giá dầu Brent, đạt 427 USD/tấn. Ngoài ra, chúng tôi dự phóng tỷ giá USD/VND sẽ giảm 2,3% svck, xuống còn 24.400 USD/VND.

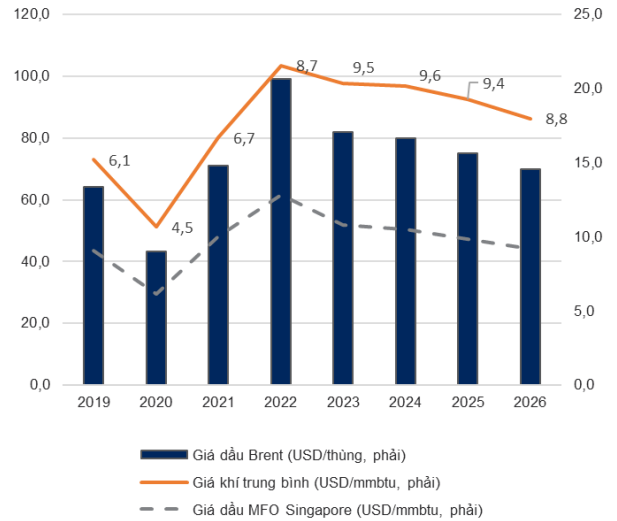
Tóm lại, mặc dù tỷ trọng nguồn khí giá rẻ có khả năng tiếp tục giảm, chúng tôi kỳ vọng giá khí trung bình của DCM sẽ giảm 2,7% svck, xuống còn 9,4 USD/mmbtu vào năm 2025. Chúng tôi dự phóng giá khí trung bình của DCM sẽ tiếp tục giảm thêm 5,9% svck vào năm 2026 nhờ kỳ vọng giá dầu tiếp tục giảm.

**Hình 15 : Tỷ trọng nguồn khí giá rẻ (PM3-PVN) có thể tiếp tục giảm trong giai đoạn 2024-26**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Hình 16: Dự phóng giá khí trung bình của DCM giai đoạn 2024-26**

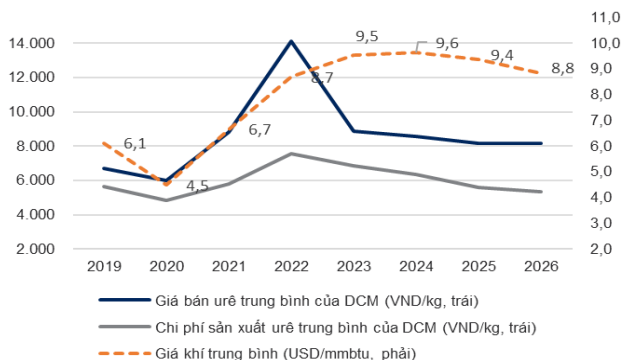


Nguồn: DCM, VNDIRECT RESEARCH

**Luật VAT sửa đổi sẽ nâng cao khả năng sinh lời của urê DCM từ năm 2025**

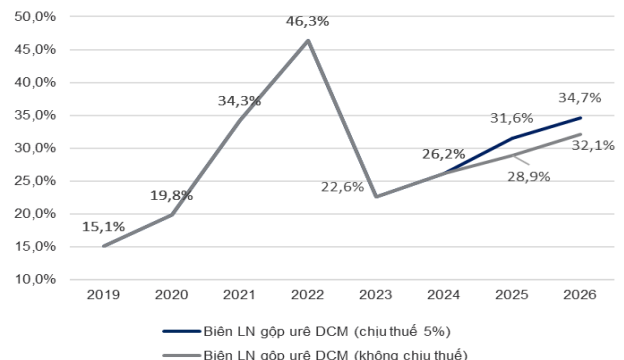
Chúng tôi tin rằng luật VAT sửa đổi sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của urê DCM từ năm 2025 trở đi, do thuế VAT đầu vào của urê (khoảng 9,3%) cao hơn so với các sản phẩm phân bón khác, dẫn đến tỷ lệ khấu trừ cao hơn. Chúng tôi ước tính việc áp dụng luật VAT sửa đổi sẽ giúp biên lợi nhuận gộp tổng hợp của DCM trong năm 2025 tăng thêm 1,7% so với phiên bản hiện tại, chủ yếu nhờ phân khúc urê nhận được khoản hoàn thuế VAT đầu vào 9,3%, hoàn toàn vượt trội so với mức giảm 5% giá bán urê để bình ổn giá như đã đề cập ở trên.

**Hình 17 : Dự phóng trung bình giá bán urê của DCM**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: Luật thuế VAT sửa đổi kỳ vọng sẽ giúp cải thiện biên LN gộp của DCM từ năm 2025**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Giá khí giảm và luật VAT mới giúp mở rộng biên LN gộp urê vào 2025**

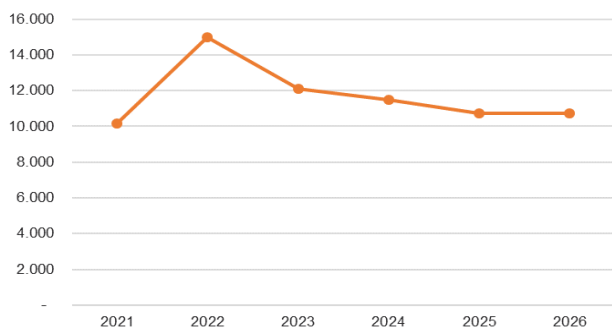
Với năm 2024, mặc dù giá khí tăng nhẹ trong khi giá bán urê đi ngang, chúng tôi dự phóng biên LN gộp urê sẽ tăng 3,6% svck, đạt 26,2%, chủ yếu nhờ nhà máy urê đã khấu hao hết từ Q4/23. Trong giai đoạn 2025-26, chúng tôi dự phóng biên LN gộp urê sẽ tiếp tục tăng 5,4/3,1% svck, đạt 31,6%/34,7%, chủ yếu do giá thành sản xuất giảm mạnh hơn giá bán, như chúng tôi đã phân tích ở trên.

**Biên lợi nhuận gộp mảng NPK tích cực nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm**

Chúng tôi dự phóng giá thành sản xuất NPK của DCM trong năm 2025 sẽ giảm 8,9% svck, chủ yếu nhờ: 1) giá các nguyên liệu chính như urê/DAP/Kali dự kiến tiếp tục giảm lần lượt 3,7%/8,9%/1,7% svck vào năm 2025; và 2) tác động của luật VAT sửa đổi sẽ làm giảm giá thành sản xuất NPK

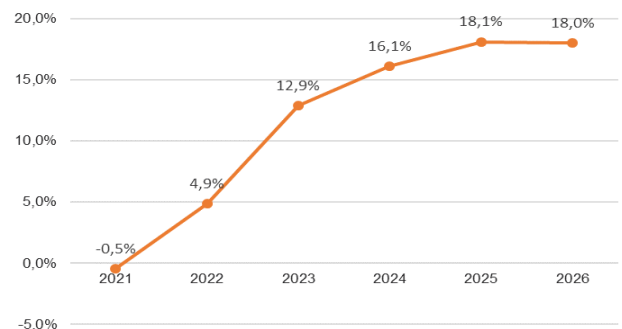
Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng giá bán NPK năm 2025 sẽ giảm ít hơn so với giá thành sản xuất, giảm 6,8% svck, chủ yếu do tác động của luật VAT sửa đổi và một phần bị ảnh hưởng bởi giá của các dòng phân bón đơn như urê, kali, DAP. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp NPK của DCM sẽ tiếp tục tăng 1,9%, đạt 18,1% vào năm 2025, trước khi đi ngang vào năm 2026 do giá phân bón đơn dự kiến sẽ ổn định hơn.

Hình 19 : Dự phóng giá bán trung bình NPK của DCM



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Dự phóng biên LN gộp mảng NPK



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chúng tôi dự phóng LN của DCM tăng trưởng tích cực trong 2025-26**

Tóm lại, chúng tôi dự phóng DT thuần của DCM sẽ tăng 2% svck, đạt 12,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2024, chủ yếu nhờ sáp nhập với KVF, qua đó giúp doanh thu NPK tăng trưởng mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần sẽ tiếp tục tăng trưởng 1,2%/3,5% svck trong năm 2025/2026, đạt 12.900 /13.400 tỷ đồng.

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của DCM sẽ tăng tích cực 28% svck trong năm 2024, đạt 1,4 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ: 1) Biên LN gộp urê được mở rộng do nhà máy urê hết khấu hao; 2) Biên LN gộp NPK mở rộng nhờ chi phí đầu vào giảm. Trong giai đoạn 2025-26, chúng tôi kỳ vọng luật VAT sửa đổi và môi trường giá dầu thấp hơn sẽ tiếp tục mở rộng biên LN gộp mảng urê và NPK. Theo đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của DCM trong 2025/26 sẽ tiếp tục tăng trưởng 20%/14,3% svck, đạt lần lượt 1,7/1,9 nghìn tỷ đồng.

## Định giá: Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu thấp hơn là **42.700 đồng**

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 3,2% xuống còn 42.700 đồng, vẫn dựa trên tỷ trọng tương đương của phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu. P/E mục tiêu năm 2025 cho DCM là 14,2x, tương đương với mức trung bình của các công ty cùng ngành.

**Hình 21: Mức giá mục tiêu của cổ phiếu DCM**

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá mục tiêu theo tỷ trọng (đồng)
DCF	39.694	50%	19.847
P/E	45.684	50%	22.842
Giá trị hợp lý (đồng)			42.689
Giá mục tiêu (đồng)			<b>42.700</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Giá mục tiêu của chúng tôi bị ảnh hưởng bởi: 1) chuyển định giá DCF sang năm 2025 với dự phóng EPS thấp hơn; và 2) WACC giảm nhẹ từ 10,5% xuống 10,3% do chúng tôi giảm lãi suất phi rủi ro từ 2,79% xuống 2,66% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30/09/2024). Chúng tôi duy trì ERP ở mức 7,78% dựa trên mô hình của Damodaran.

**Hình 22 : Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)**

Tỷ đồng	2025	2.026	2027	2028	2029
LN ròng	1.703	1.947	1.576	1.563	1.571
Thuế khả dụng	9,1%	10,0%	16,4%	16,0%	15,4%
Chi phí lãi vay	42	53	49	36	23
+ Thay đổi vốn lưu động	(131)	(43)	(71)	51	(44)
- Capex	(180)	(200)	(220)	(200)	(100)
+ Chi phí khấu hao	224	223	217	203	200
Dòng tiền tự do FCFF	1.655	1.975	1.544	1.648	1.646
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF	1.485	1.592	1.117	1.193	961
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF (5 năm)					<b>6.348</b>
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối					<b>7.967</b>
Tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp					<b>14.316</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 23: Chi phí VCSH**

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,66%
Phần bù rủi ro thị trường	7,78%
Beta	1,3
Chi phí VCSH	12,5%

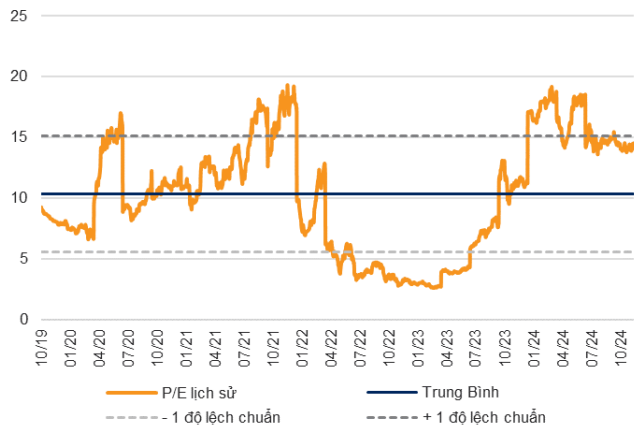
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 24: WACC tỷ lệ tăng trưởng dài hạn**

Tỷ đồng	
VCSH	10.050
Nợ	1.734
Chi phí nợ	3,0%
Mức thuế	12,4%
WACC	11,4%
Tăng trưởng dài hạn	0,5%

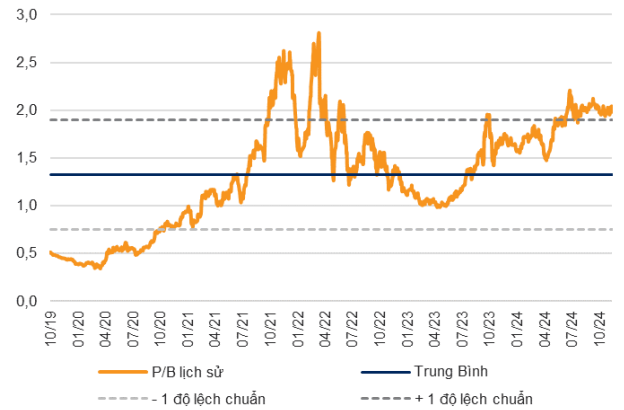
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: P/E lịch sử của DCM từ 2019



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: P/B lịch sử của DCM từ 2019



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Phân tích độ nhạy mô hình định giá DCF

		Chi phí VCSH (%)					
		Cơ sở					
Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	0,0%	11,5%	12,0%	<b>12,5%</b>	13,0%	13,5%
		41.272	40.112	<b>38.961</b>	38.058	37.145	
		0,2%	41.642	40.430	<b>39.246</b>	38.319	37.383
		0,5%	42.179	40.929	<b>39.694</b>	38.728	37.755
		0,8%	42.769	42.458	<b>40.167</b>	39.159	38.146
		1,1%	43.397	42.020	<b>40.667</b>	39.615	38.558

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Phân tích độ nhạy mô hình định giá DCF dựa trên các kịch bản giá dầu và giá urê

		Giá bán urê (USD/tấn)					
		Cơ sở					
Giá dầu Brent (USD/thùng)	Cơ sở	70	314	320	<b>327</b>	333	340
		39.706	40.244	<b>40.793</b>	42.341	41.898	
		73	39.044	39.584	<b>40.133</b>	40.681	41.239
		75	38.602	39.143	<b>39.694</b>	40.241	40.799
		78	37.939	38.480	<b>39.031</b>	39.581	40.319
		80	37.496	38.038	<b>38.589</b>	39.140	39.699

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Động lực tăng giá và Rủi ro giảm giá:**

- Động lực tăng giá bao gồm các yếu tố về sản lượng hàng bán tăng, giá bán tăng và tác động tích cực hơn từ luật VAT mới
- Rủi ro giảm giá bao gồm chi phí khí đầu vào cao hơn kỳ vọng, giá urê/NPK giảm hơn so với kỳ vọng.

**Hình 29: So sánh các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất và cung cấp 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	10.600	20	15,9	0,8	5,0%	2,5%	74,1
CTCP supe phot phat và hóa chất Lâm Thao	LAS VN	21.600	96	12,5	1,7	14,7%	9,6%	28,1
Tổng công ty phân bón và hóa chất dầu khí	DPM VN	35.100	542	21,1	1,2	12,7%	5,6%	0,0
CTCP phân bón Bình Điền	BFC VN	38.500	87	7,6	1,8	25,5%	8,7%	116,2
<i>Trung bình</i>				14,2	1,5	14,4%	7,3%	45,4
<b>CTCP phân bón dầu khí Cà Mau</b>	<b>DCM VN</b>	<b>36.950</b>	<b>772</b>	<b>14,1</b>	<b>2,0</b>	<b>14,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>8,5</b>

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (Dữ liệu ngày 27/11/2024)



<b>Báo cáo KQ HĐKD</b>							
<b>(Tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Doanh thu thuần	7.043	7.561	9.870	15.925	12.571	12.819	12.977
Giá vốn hàng bán	6.084	6.244	7.089	10.221	10.539	10.333	10.023
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>959</b>	<b>1.317</b>	<b>2.781</b>	<b>5.703</b>	<b>2.032</b>	<b>2.486</b>	<b>2.954</b>
Chi phí QLDN	201	304	528	653	549	525	532
Chi phí bán hàng	364	369	420	698	801	853	865
LN hoạt động	394	643	1.832	4.353	683	1.107	1.557
EBITDA thuần	1.713	1.962	3.218	5.751	1.766	1.370	1.781
Chi phí khấu hao	1.319	1.318	1.386	1.398	1.083	262	224
<b>LN HĐ trước thuế và lãi vay</b>	<b>394</b>	<b>643</b>	<b>1.832</b>	<b>4.353</b>	<b>683</b>	<b>1.107</b>	<b>1.557</b>
Thu nhập tài chính	127	128	168	301	577	359	373
Chi phí tài chính	103	63	45	60	27	70	77
Thu nhập ròng khác	45	8	2	3	22	193	23
Thu nhập từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>463</b>	<b>717</b>	<b>1.956</b>	<b>4.596</b>	<b>1.255</b>	<b>1.590</b>	<b>1.877</b>
Chi phí thuế	35	54	130	275	145	169	171
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>426</b>	<b>661</b>	<b>1.823</b>	<b>4.316</b>	<b>1.109</b>	<b>1.420</b>	<b>1.703</b>
LN ròng sau điều chỉnh	426	661	1.823	4.316	1.109	1.420	1.703

<b>Bảng cân đối kế toán</b>							
<b>(Tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Tiền & Tương đương tiền	471	510	428	2.126	2.284	2.110	2.063
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.002	2.302	4.362	6.812	8.242	6.500	6.400
Các khoản phải thu ngắn hạn	3	45	45	1	199	351	391
Hàng tồn kho	1.301	834	2.204	2.283	2.161	3.171	3.240
Tài sản ngắn hạn khác	473	287	238	403	619	787	793
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.250</b>	<b>3.978</b>	<b>7.276</b>	<b>11.624</b>	<b>13.504</b>	<b>12.920</b>	<b>12.887</b>
Tài sản cố định	5.188	3.955	3.406	2.207	1.600	2.233	2.215
Tổng đầu tư	699	761	66	33	88	480	500
Tài sản dài hạn khác	36	23	324	303	45	190	195
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.173</b>	<b>8.717</b>	<b>11.072</b>	<b>14.167</b>	<b>15.238</b>	<b>15.822</b>	<b>15.798</b>
Nợ vay ngắn hạn	1.156	685	689	3	846	1.446	1.446
Phải trả người bán	879	709	795	1.028	1.989	1.132	1.181
Phải trả ngắn hạn khác	1.264	656	1.703	1.843	1.682	2.209	2.148
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.300</b>	<b>2.050</b>	<b>3.187</b>	<b>2.874</b>	<b>4.517</b>	<b>4.787</b>	<b>4.774</b>
Nợ vay dài hạn	628	137	3	1	3	138	288
Phải trả dài hạn khác	138	204	405	686	754	615	685
Vốn điều lệ	5.650	5.717	6.264	7.558	7.891	7.891	7.891
Lợi nhuận giữ lại	429	583	1.188	3.018	2.045	2.362	2.129
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.079</b>	<b>6.300</b>	<b>7.452</b>	<b>10.576</b>	<b>9.936</b>	<b>10.253</b>	<b>10.019</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	27	26	27	29	28	29	31
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>10.173</b>	<b>8.717</b>	<b>11.072</b>	<b>14.167</b>	<b>15.238</b>	<b>15.822</b>	<b>15.798</b>

<b>Báo cáo LCTT</b>							
<b>(Tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>463</b>	<b>717</b>	<b>1.956</b>	<b>4.596</b>	<b>1.255</b>	<b>1.590</b>	<b>1.877</b>
Khấu hao	1.319	1.318	1.386	1.398	1.083	262	224
Thuế đã nộp	(52)	(42)	(79)	(295)	(154)	(169)	(171)
Các khoản điều chỉnh khác	-	79	217	319	109	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(411)	(333)	(990)	(582)	(134)	(2.191)	(561)
<b>LC tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>1.318</b>	<b>1.739</b>	<b>2.490</b>	<b>5.437</b>	<b>2.159</b>	<b>(508)</b>	<b>1.368</b>
Đầu tư TSCĐ	(415)	(273)	(157)	(147)	(544)	(870)	(180)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	-	-	3	-	-	-
Các khoản khác	624	(189)	(1.945)	(2.241)	(925)	1.359	(1.027)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	-	-	-	-	-	-	-
<b>LC tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>210</b>	<b>(461)</b>	<b>(2.102)</b>	<b>(2.385)</b>	<b>(1.469)</b>	<b>489</b>	<b>(1.207)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-	-	-	-
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	-	-	-	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	(917)	(961)	(124)	(683)	836	735	150
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(478)	(319)	(425)	(948)	(1.590)	(1.059)	(529)
<b>LC tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>(1.395)</b>	<b>(1.280)</b>	<b>(549)</b>	<b>(1.631)</b>	<b>(754)</b>	<b>(324)</b>	<b>(379)</b>
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	286	471	510	428	2.126	2.284	2.110
LC tiền thuần trong kỳ	185	39	(82)	1.698	159	(174)	(47)
<b>Tiền &amp; Tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>471</b>	<b>510</b>	<b>428</b>	<b>2.126</b>	<b>2.284</b>	<b>2.110</b>	<b>2.063</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>							
<b>Chỉ số định giá</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
EPS (VND)	805	1.249	3.444	8.153	2.095	2.682	3.217
P/E	50,2	32,4	11,7	5,0	19,3	15,1	12,6
PEG 1 năm	(1,4)	0,6	0,1	0,0	(0,3)	0,5	0,8
EV/EBIT	57,6	33,7	11,8	4,4	29,2	18,8	13,5
EV/EBITDA	13,3	11,1	6,7	3,4	11,3	15,2	11,8
P/S	3,0	2,8	2,1	1,3	1,7	1,6	1,6
P/B	3,5	3,4	2,9	2,0	2,2	2,1	2,1
Tỷ suất cổ tức	2,2%	1,5%	2,0%	4,4%	7,4%	5,0%	2,5%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	112%	48%	23%	22%	143%	75%	31%
<b>Chỉ số tăng trưởng</b>							
Tăng trưởng DT	5,3%	7,4%	30,5%	61,3%	-21,1%	2,0%	1,2%
Tăng trưởng LN gộp	-33,3%	37,3%	111,2%	105,1%	-64,4%	22,3%	18,8%
Tăng trưởng LN ròng	-35,0%	55,1%	175,8%	136,7%	-74,3%	28,0%	20,0%
Tăng trưởng EPS	-35,0%	55,1%	175,8%	136,7%	-74,3%	28,0%	20,0%
<b>Chỉ số hiệu quả sinh lời</b>							
Biên LN gộp	13,6%	17,4%	28,2%	35,8%	16,2%	19,4%	22,8%
Biên EBITDA	26,5%	27,5%	34,1%	37,7%	18,7%	14,7%	16,5%
Biên LN hoạt động	24,3%	25,9%	32,6%	36,1%	14,0%	10,7%	13,7%
Biên LN ròng	6,1%	8,7%	18,5%	27,1%	8,8%	11,1%	13,1%
ROAA	4,0%	7,0%	18,4%	34,2%	7,5%	9,1%	10,8%
ROAE	6,9%	10,7%	26,5%	47,9%	10,8%	14,1%	16,8%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>							
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	4,5	14,9	98,6	423,6	67,2	28,9	36,6
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	-5,2	-8,5	-23,3	-42,1	-3,3	-1,6	-13,0
Nợ vay / Vốn	17,5%	9,4%	6,2%	0,0%	5,6%	10,0%	11,0%
Nợ vay / VCSH	29,2%	13,0%	9,3%	0,0%	8,5%	15,4%	17,3%
Nợ vay ròng / VCSH	-11,3%	-31,4%	-54,8%	-84,2%	-97,1%	-68,3%	-67,0%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>							
Vòng quay tổng tài sản	0,7	0,8	1,0	1,3	0,9	0,8	0,8
Vòng quay khoản phải thu	701,2	323,7	225,7	711,3	129,5	47,8	35,8
Số ngày phải thu	22	15	7	4	8	15	20
Vòng quay khoản phải trả	7,4	7,9	9,4	11,2	7,0	6,6	8,7
Số ngày phải trả	53	53	41	41	37	69	40
Vòng quay hàng tồn kho	5,3	5,8	4,7	4,6	4,7	3,9	3,1
Số ngày tồn kho	68	78	49	113	82	75	112
Hệ số thanh toán hiện hành	1,3	1,9	2,3	4,0	3,0	2,7	2,7
Hệ số thanh toán nhanh	0,9	1,5	1,6	3,2	2,5	2,0	2,0

## 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](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng Phòng

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn)

### Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên Phân tích

Email: [hue.duongthu@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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