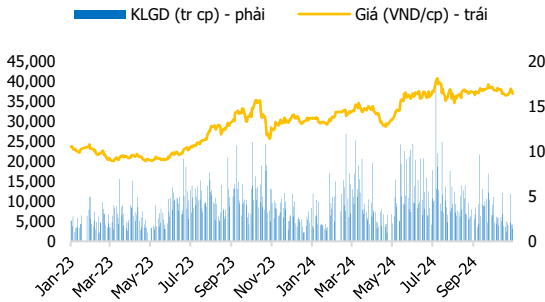


CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX: DCM)

Ngành	Phân bón
KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá mục tiêu	41,150
Giá hiện tại	36,850
Thay đổi	+11.67%
Ngày	04/11/2024

Một số chỉ tiêu chính	2023	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	12,571	12,883
LN gộp (tỷ VND)	2,032	2,651
EBIT (tỷ VND)	1,265	1,766
LN ròng (VND)	1,110	1,606
Tăng trưởng LNR (%)	-74%	45%
EPS (VND)	2,097	3,034
Tăng trưởng EPS (%)	-74%	45%
BVPS (VND)	18,820	20,847
ROE (%)	10.8%	15.3%
ROA (%)	7.6%	10.8%

Diễn biến giá cổ phiếu



Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	75.56%
Cổ đông khác	24.44%

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Trang
trangntt@psi.vn

LÃI GỘP TĂNG MẠNH VƯỢT HƠN 2 LẦN CÙNG KỲ

Chi phí giá vốn giảm hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận. Trong Q3.2024, lợi nhuận gộp tăng hơn 2 lần cùng kỳ nhờ giá vốn giảm 20% YoY xuất phát từ: (1) Nhà máy urê hết khấu hao giúp chi phí khấu hao giảm mạnh 79% YoY; (2) Chi phí nguyên vật liệu giảm 33% YoY nhờ giá khí (chiếm khoảng 60% giá vốn) neo theo giá dầu giảm. Theo đó, biên gộp cải thiện lên 14% so với mức 6% cùng kỳ. Lũy kế 9T.2024, doanh thu thuần đạt 9,242 tỷ đồng (+2% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,056 tỷ đồng (+71% YoY). Như vậy, DCM đã hoàn thành 78% kế hoạch doanh thu, vượt 33% kế hoạch lợi nhuận năm 2024.

Quy mô mảng NPK tiếp tục mở rộng nhờ đóng góp của nhà máy mới. Nhờ tận dụng tốt những lợi thế của KVF, trong Q3.2024, sản lượng tiêu thụ đạt 41,000 tấn (+42% YoY) hỗ trợ doanh thu mảng NPK tiếp đà tăng trưởng ấn tượng 86% YoY. Lũy kế 9T.2024, doanh thu mảng NPK đạt 1,832 tỷ đồng (+74% YoY), riêng KVF đóng góp khoảng 27%. Tỷ trọng mảng NPK trong cơ cấu tổng doanh thu thuần của DCM mở rộng nhanh chóng từ 12% (9T.2023) lên 20% (9T.2024). Chúng tôi kỳ vọng mảng NPK sẽ mang lại triển vọng tăng trưởng doanh thu dài hạn cho doanh nghiệp.

Thị trường urê nội địa dự báo sôi động hơn từ cuối năm 2024: (1) Thị trường trong nước bắt đầu vào vụ mùa cao điểm Đông Xuân; (2) Điều kiện thời tiết thuận lợi hơn cho sản xuất nông nghiệp khi El Nino kết thúc.

Hưởng lợi nhờ Luật Thuế GTGT sửa đổi: Kỳ vọng chính sách Thuế GTGT 5% đối với phân bón sẽ được thông qua vào Kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XV và có hiệu lực từ năm 2025 giúp các doanh nghiệp sản xuất phân bón tăng tính cạnh tranh với phân bón nhập khẩu nhờ có dư địa giảm giá bán phân bón nội địa, trong khi giá bán phân bón nhập khẩu có thể tăng thêm 5%.

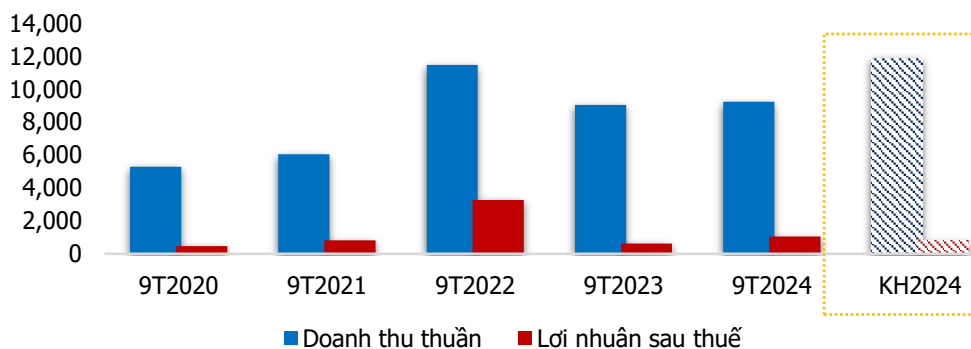
Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2024 của DCM là 12,883 tỷ đồng (+2.5% YoY) và 1,606 tỷ đồng (+44.7% YoY). **Định giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu DCM ở mức 41,150 đồng/cp** (+11.67% so với giá đóng cửa ngày 01/11/2024).

Khuyến nghị **MUA** dựa trên định giá và các động lực tăng trưởng: (1) Chi phí sản xuất kinh doanh được tiết giảm nhờ nhà máy urê hết khấu hao và giá khí đầu vào neo theo giá dầu có xu hướng giảm; (2) Triển vọng doanh thu dài hạn đóng góp bởi mảng NPK; (3) Chính sách Thuế GTGT 5% đối với phân bón được thông qua sẽ giúp doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa gia tăng sức cạnh tranh; (4) Chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn hằng năm với tỷ suất cổ tức hấp dẫn từ 6% - 10%/năm.

❖ Chi phí giá vốn giảm hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Trong Q3.2024, lợi nhuận gộp tăng hơn 2 lần cùng kỳ đạt 375 tỷ đồng nhờ giá vốn giảm 20% YoY xuất phát từ: (1) Nhà máy urê hết khấu hao giúp chi phí khấu hao giảm mạnh 79% YoY; (2) Chi phí nguyên vật liệu giảm 30% YoY nhờ giá khí (chiếm khoảng 60% giá vốn) neo theo giá dầu giảm. Theo đó, biên gộp cải thiện lên 14% so với mức 6% cùng kỳ. Lũy kế 9T.2024, doanh thu thuần đạt 9,242 tỷ đồng (+2% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,056 tỷ đồng (+71% YoY). Như vậy, DCM đã hoàn thành 78 % kế hoạch về doanh thu và vượt 33% kế hoạch lợi nhuận năm 2024.

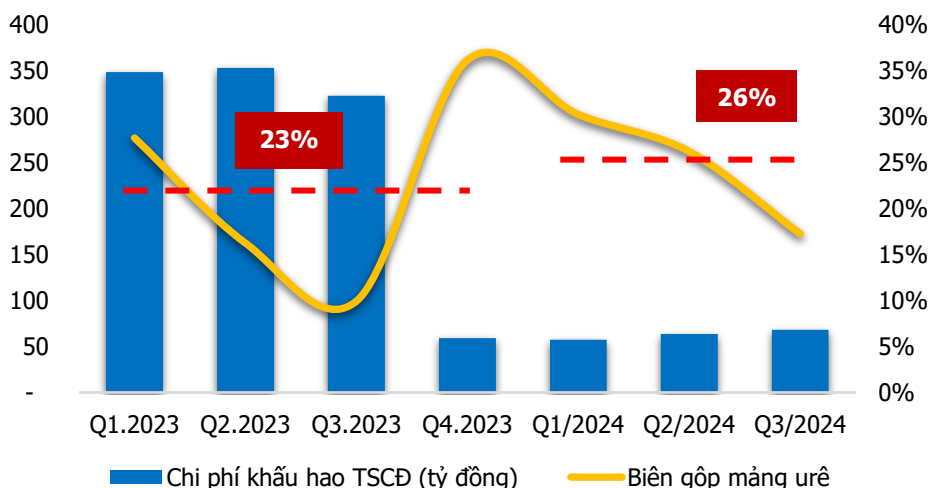
Kết quả kinh doanh 9 tháng giai đoạn 2020 - 2024 của DCM



Nguồn: DCM, PSI tổng hợp và ước tính

Nhà máy urê hết khấu hao kể từ Q4.2023 giúp chi phí khấu hao trong Q3.2024 giảm mạnh 79% YoY xuống còn 68 tỷ đồng. Lũy kế 9T.2024, chi phí khấu hao giảm 82% YoY giúp biên gộp mảng urê cải thiện lên 26% từ mức nền 23% năm 2023.

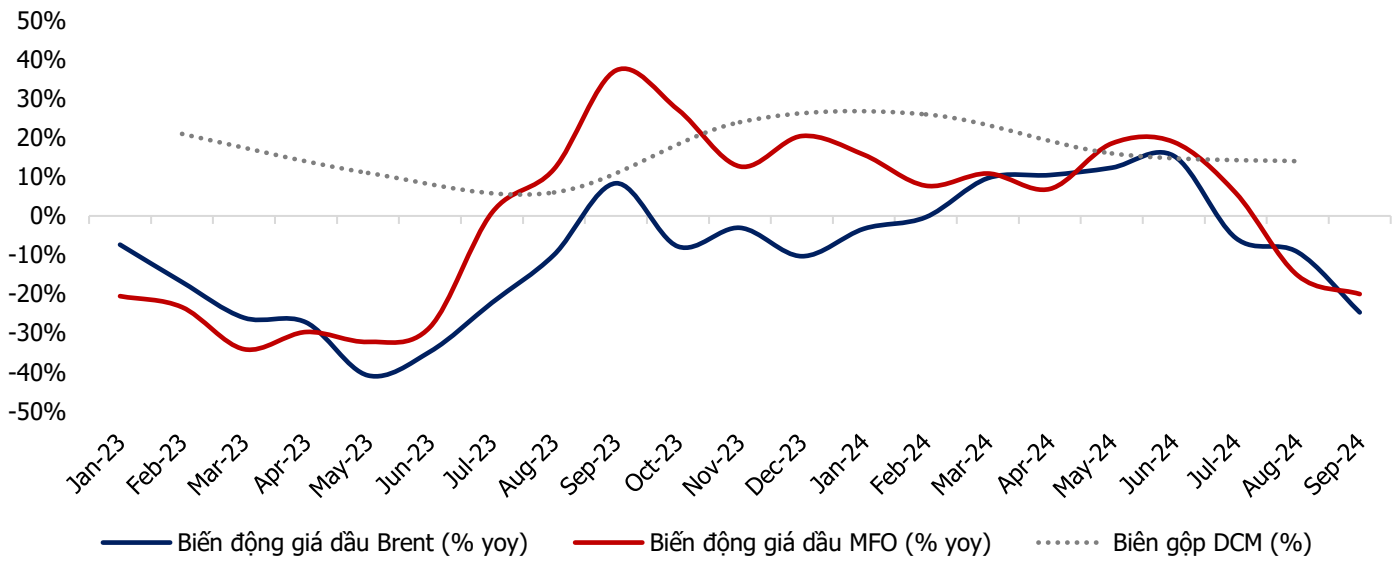
Chi phí khấu hao và biên gộp mảng urê



Nguồn: DCM, PSI tổng hợp và ước tính

Giá khí (chiếm khoảng 60% giá vốn) neo theo giá dầu giảm. Giá dầu Brent và dầu MFO bình quân Q3.2024 lần lượt đạt 77 USD/tấn (-14% YoY) và 457 USD/tấn (-10% YoY). Theo Commerzbank AG, trong Q4.2024 giá dầu Brent sẽ ở mức 75 USD/thùng (-8.5 % YoY) giúp chi phí giá khí đầu vào duy trì ở mức thấp so với cùng kỳ. Chi tiết về dự báo giá dầu, nhà đầu tư tham khảo "Báo cáo triển vọng giá dầu và cổ phiếu dầu khí 2024 – 2025" của chúng tôi [tại đây](#).

Biên lợi nhuận gộp của DCM và diễn biến giá dầu

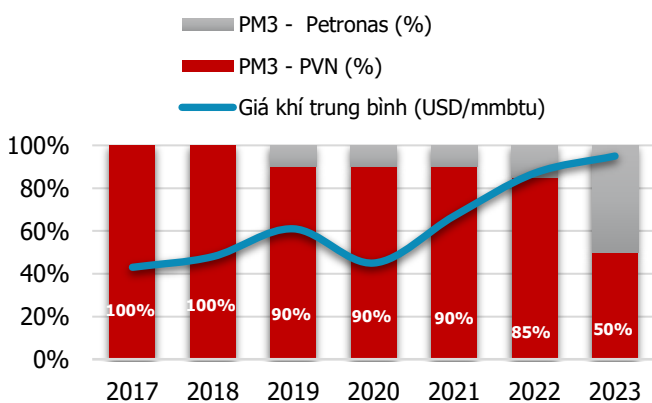


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp ước tính

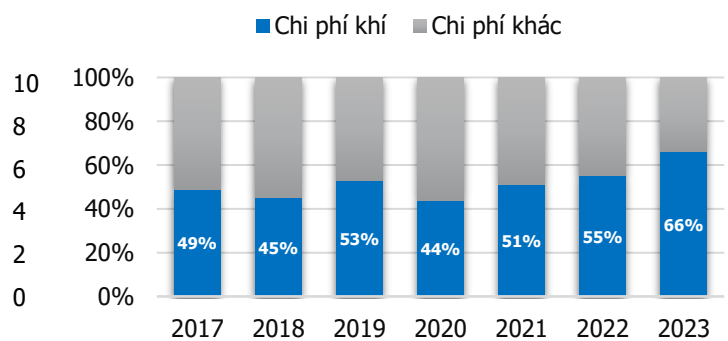
Từ ngày 01/01/2022, PVN ban hành Nghị định mới, sửa đổi nguyên tắc phân bổ khí giai đoạn 2022-2026. Theo đó, sản lượng khí PM3-PVN sẽ được phân phối đều theo nhu cầu thực tế của nhà máy urê Cà Mau và các nhà máy điện Cà Mau.

Nguồn khí	2019 - 2021		1/1/2022 - 31/12/2026		1/1/2027 - 31/12/2031	
	Tỷ trọng	Giá	Tỷ trọng	Giá	Tỷ trọng	Giá
PVN - Việt Nam	90%	46% × HSFO	Phân bổ thực tế hàng tháng	46% × HSFO	Phân bổ thực tế hàng tháng	46% × HSFO
Petronas - Malaysia	10%	12.7% × Brent		12.7% × Brent		12.7% × Brent

Cơ cấu nguồn khí đầu vào của DCM



Tỷ trọng chi phí khí trong cơ cấu GVHB của DCM (%)

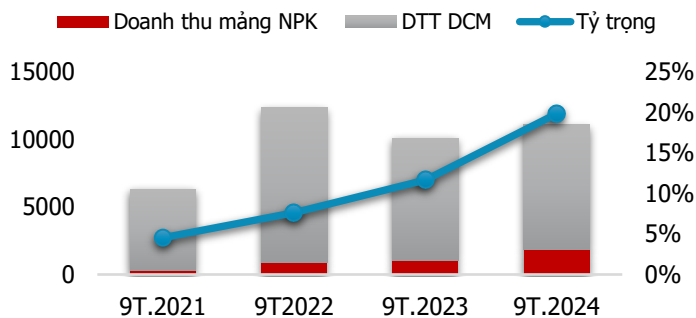


Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

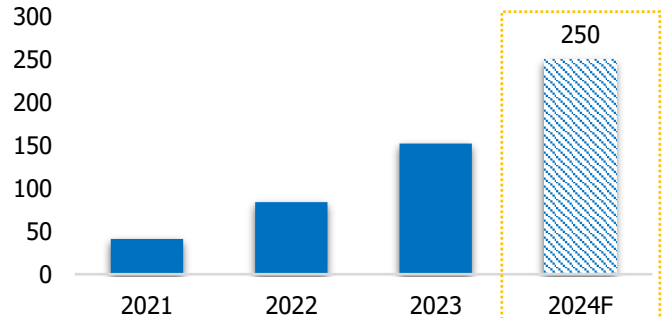
❖ Quy mô mảng NPK tiếp tục mở rộng nhờ đóng góp của nhà máy mới

➢ **Doanh thu tiếp đà tăng trưởng ấn tượng trong Q3.2024.** Nhờ tận dụng tốt những lợi thế của KVF, trong Q3.2024, sản lượng tiêu thụ đạt 41,000 tấn (+42% YoY) hỗ trợ doanh thu mảng NPK tiếp đà tăng trưởng ấn tượng 86% YoY. Lũy kế 9T.2024, doanh thu mảng NPK đạt 1,832 tỷ đồng (+74% YoY), trong đó riêng KVF đóng góp khoảng 27% tương ứng 487 tỷ đồng. Năm 2024, Chúng tôi kỳ vọng sản tiêu thụ phân bón NPK đạt khoảng 250.000 tấn. Với tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu tổng doanh thu thuần của DCM có sự gia tăng nhanh chóng từ 4% năm 2021 lên 20% năm 2024, mảng NPK sẽ mang lại triển vọng tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp.

Doanh thu mảng NPK của DCM (tỷ đồng)

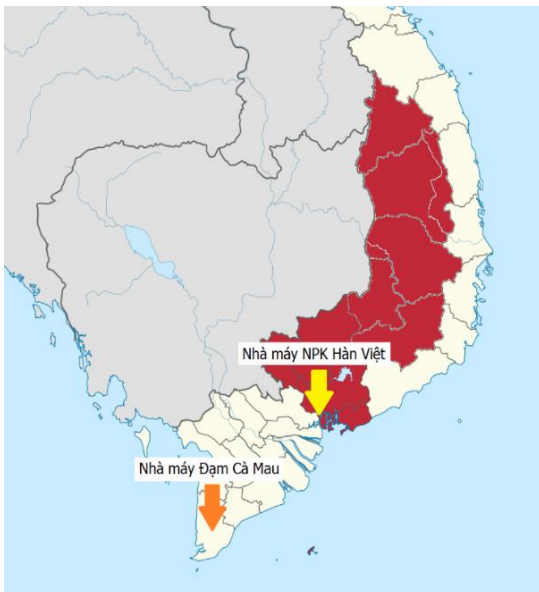


Sản lượng tiêu thụ NPK của DCM (nghìn tấn)



Nguồn: DCM, PSI tổng hợp và ước tính

➢ **Cánh tay nối dài KVF mang lại những lợi thế nhất định cho DCM**

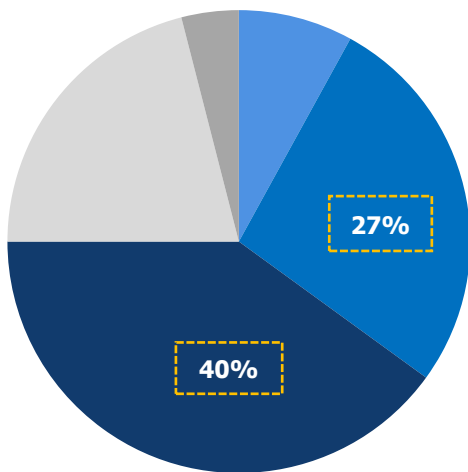


- Sau khi sáp nhập, năng lực sản xuất phân bón NPK của DCM tăng 120% từ 300,000 tấn/năm lên mức 660,000 tấn/năm.
- KVF có vị trí chiến lược, nằm ngay tại cảng Hiệp Phước, thuận lợi trung chuyển hàng hoá và đóng góp cho quá trình hoàn thiện nền tảng logistics, hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận thị trường tiềm năng Đông Nam Bộ, Miền Trung và Tây Nguyên.
- Công ty cũng có kế hoạch đầu tư xây dựng thêm kho chứa rộng 2ha (20,000m²) tại đây nhằm bổ sung sức chứa nguyên liệu và sản phẩm. Tổng sức chứa dự kiến tại Nhà máy NPK Hàn – Việt là 45,000m² tạo đòn bẩy để Công ty phát huy hoạt động xuất/nhập khẩu và kinh doanh các sản phẩm phân bón khác. Ngoài ra, việc tận dụng diện tích kho bãi lớn của KVF giúp DCM tiết giảm chi phí lưu kho và gia tăng sự linh hoạt trong việc lưu trữ nguyên liệu đầu vào để sản xuất NPK và các sản phẩm tự doanh của DCM.

❖ Thị trường urê nội địa dự báo sôi động hơn từ cuối năm 2024

- **Bước vào vụ cao điểm Đông Xuân.** Theo các chuyên gia nông nghiệp, cuối năm được đánh giá là thời điểm then chốt của vụ lúa Đông Xuân và kết quả canh tác của cả năm vừa qua. Trước tình hình đó, tổng nhu cầu tiêu thụ phân bón tại Đồng bằng Sông Cửu Long trong vụ Đông Xuân năm nay dự kiến tăng so với vụ trước, đạt khoảng gần 900,000 tấn các loại. Trong đó, phân đạm chiếm khoảng 350,000 tấn (39%). Agromonitor dự báo cầu tiêu thụ Urê trong nước giai đoạn 2023-2024 đạt 2.05-2.11 triệu tấn (+ 13% YoY).
- **Thời tiết thuận lợi cho ngành nông nghiệp.** Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI), hiện tượng El Nino sẽ chuyển sang trạng thái trung tính trong khoảng từ tháng 4 đến tháng 6 năm 2024 và dần vào pha La Nina từ tháng 7 đến tháng 8 năm 2024. Sự thay đổi này tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động sản xuất nông nghiệp từ đó thúc đẩy nhu cầu chăm bón cây trồng.

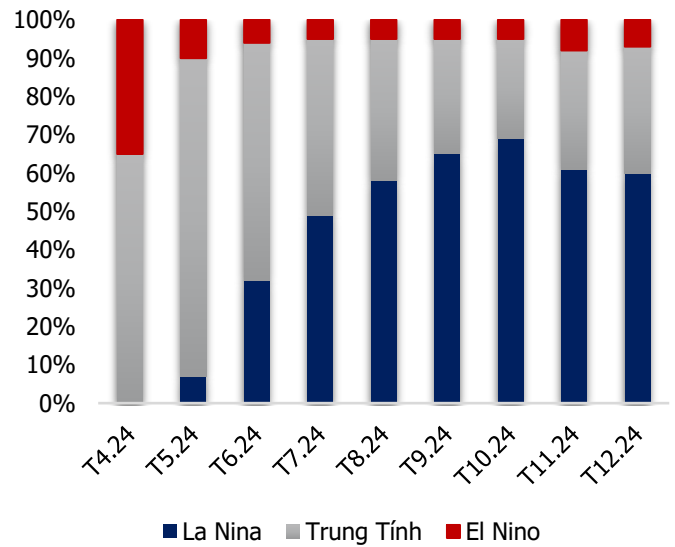
Ước tính % lượng bón Urê cho lúa Đông Xuân 2024 - 2025 tại Đồng bằng Sông Cửu Long



■ T9-10/2024 ■ T11/2024 ■ T12/2024 ■ T1/2025 ■ T2-3/2025

Nguồn: Agromonitor

Dự báo xác suất các pha ENSO



■ La Nina ■ Trung Tính ■ El Nino

Nguồn: IRI

❖ Kỳ vọng hưởng lợi nhờ Luật thuế GTGT sửa đổi

Luật thuế GTGT sửa đổi đề xuất đưa mặt hàng phân bón vào diện chịu thuế GTGT 5% thay vì không chịu thuế GTGT như hiện nay. Chúng tôi kỳ vọng Luật sửa đổi sẽ được thông qua tại Kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XV và dự kiến có hiệu lực từ năm 2025, giúp các doanh nghiệp sản xuất phân bón hưởng lợi:

- Tiết kiệm chi phí nhờ hoàn thuế GTGT. Số thuế GTGT mà các doanh nghiệp phân bón phải nộp sẽ được tính như sau:

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

Theo đó, số thuế VAT đầu ra tính theo mức thuế suất 5% trong khi đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất phân bón là máy móc, thiết bị, nguyên vật liệu, điện... chịu thuế VAT với mức thuế suất khoảng 10%. Vì vậy, về cơ bản các doanh nghiệp sản xuất phân bón sẽ được hoàn thuế GTGT. Theo nhiều chuyên gia, 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 tỷ đồng/năm.

- Tăng tính cạnh tranh với phân bón nhập khẩu. Doanh nghiệp có dư địa giảm giá bán phân bón nội địa nhờ giá thành giảm do doanh nghiệp sẽ được bóc tách phần thuế GTGT đầu vào ra khỏi giá vốn do thay đổi cách hạch toán kế toán. Theo thống kê của Bộ Tài chính, số thuế GTGT đầu vào không được khấu trừ tính vào chi phí giá thành sản xuất phân bón giai đoạn 2015 - 2022 đã lên tới gần 10,000 tỷ đồng. Đồng thời, giá bán phân bón nhập khẩu có thể tăng thêm 5%.

Chúng tôi điều chỉnh dự báo triển vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2024 của DCM là 12,883 tỷ đồng (+2.5% YoY) và 1,606 tỷ đồng (+44.7% YoY) dựa trên các giả định chính dưới đây:

- (1) Điều chỉnh sản lượng tiêu thụ phân bón urê của doanh nghiệp trong năm 2024 xuống mức 780,000 tấn, giảm so với kỳ vọng do hoạt động bảo dưỡng nhà máy từ 16/8-1/9 cùng tình hình mưa lũ trong giai đoạn tháng 7-8/2024.
- (2) Sản lượng tiêu thụ phân bón NPK trong năm 2024 giả định tăng lên 250,000 tấn nhờ việc M&A nhà máy phân bón NPK Hàn – Việt
- (3) Giá vốn giảm nhờ nhà máy phân bón urê hết khấu hao và giá khí đầu vào neo theo giá dầu đang có xu hướng giảm

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá là phương pháp dòng tiền tự do về chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp hệ số (P/E). Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VND/cp)
Phương pháp dòng tiền tự do về chủ sở hữu (FCFE)	50%	42,137
Phương pháp hệ số (P/E)	50%	40,181
Tổng hợp kết quả định giá		41,158

Khuyến nghị:

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DCM dựa trên các giả định: (1) Chi phí sản xuất kinh doanh được tiết giảm nhờ nhà máy urê hết khấu hao và giá khí đầu vào neo theo giá dầu có xu hướng giảm; (2) Triển vọng doanh thu dài hạn đóng góp bởi mảng NPK; (3) Chính sách Thuế GTGT 5% đối với phân bón được thông qua sẽ giúp doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa gia tăng sức cạnh tranh; (4) Chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn hằng năm với tỷ suất cổ tức hấp dẫn từ 6% - 10%/năm. Định giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu DCM ở mức **41,150 đồng/cp** (+11.67% so với giá đóng cửa ngày 01/11/2024).

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	15,925	12,571	12,883
Giá vốn hàng bán	(10,221)	(10,539)	(10,232)
Lợi nhuận gộp	5,703	2,032	2,651
Doanh thu hoạt động tài chính	4,353	683	1,268
Chi phí tài chính	(60)	(27)	(65)
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(1,351)	(1,349)	(1,383)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	8,645	1,338	2,471
Lợi nhuận khác	22	-	-
Lợi nhuận trước thuế	4,596	1,255	1,744
Lợi nhuận sau thuế	4,321	1,110	1,606
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	4,321	1,110	1,606
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	-	-	-

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2022	2023	2024F
Tài sản ngắn hạn	11,624	13,504	12,366
I. Tiền & tương đương tiền	2,126	2,284	2,980
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	6,812	8,242	6,472
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	188	366	299
IV. Hàng tồn kho	2,283	2,161	2,361
V. Tài sản ngắn hạn khác	216	452	254
Tài sản dài hạn	2,543	1,733	2,121
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	0
II. Tài sản cố định	2,240	1,688	2,069
III. Tài sản dài hạn khác	303	45	52
Tổng tài sản	14,167	15,238	14,487
Nợ phải trả	3,561	5,275	3,450
I. Nợ ngắn hạn	2,874	4,517	3,143
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,028	1,989	1,397
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	3	846	2
II. Nợ dài hạn	687	757	307
1. Các khoản phải trả dài hạn	686	754	305
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1	3	2
Vốn chủ sở hữu	10,605	9,963	11,037
1. Vốn điều lệ	5,294	5,294	5,294
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	5,279	4,638	5,715
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	29	28	28
5. Nguồn vốn khác	4	4	4
Tổng nguồn vốn	14,167	15,238	14,487

Chỉ số chính	2022	2023	2024F
Định giá			
EPS	8,162	2,097	3,034
BVPS	20,033	18,820	20,847
Cổ tức	0%	30%	10%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	36%	16%	21%
Biên EBITDA	38%	19%	16%
Biên LNTT	29%	10%	14%
ROE	48%	11%	15%
ROA	34%	8%	11%
Tăng trưởng			
Doanh thu	61%	-21%	2%
Lợi nhuận gộp	105%	-64%	30%
Lợi nhuận sau thuế	135%	-74%	45%
EPS	135%	-74%	45%
Tổng tài sản	28%	8%	-5%
VCSH	42%	-6%	11%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	4.04	2.99	3.93
Thanh toán nhanh	3.25	2.51	3.18
Nợ/tài sản	0.25	0.35	0.24
Nợ/VCSH	0.34	0.53	0.31
Khả năng thanh toán lãi vay	448.33	124.56	80.53



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,
Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.
Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank
Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4,
phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu,
TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.