

Vài nét về doanh nghiệp

DCM là doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất phân bón. Hiện nay sản phẩm chủ lực của DCM là phân Urê hạt đục với hệ thống phân phối chủ lực tại Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên, Campuchia và các thị trường xuất khẩu khác như Đông Nam Á, Nam Á, Mỹ Latinh.. Các sản phẩm khác của công ty phân bón NPK và phân bón hữu cơ cao cấp với hàm lượng dinh dưỡng cao, ứng dụng công nghệ hiện đại.

Khuyến nghị

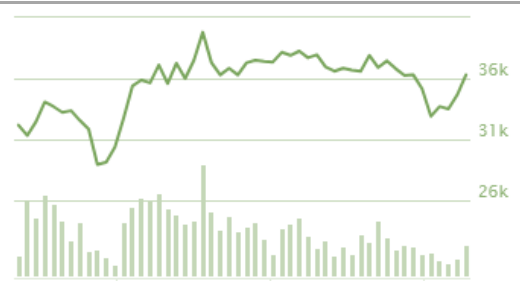
MUA

| | |
|--------------------|---------------|
| Giá mục tiêu | 42.989 |
| Tiềm năng tăng giá | 18% |

Thông tin cổ phiếu

| | |
|----------------------|-------------|
| Phân ngành | Phân bón |
| Thị giá (13/02/2025) | 36.300 |
| Biến động 1 năm | 28,6 - 40,7 |
| KLGD bình quân 52T | 3.922.189 |
| Vốn hóa (Tỷ đồng) | 19.217 |
| P/E | 14,1x |
| P/B | 1,8x |
| %NN sở hữu | 5,8% |

Diễn biến giá



| | 1T | 3T | 12T |
|----------------|----|------|------|
| DCM | 6% | -6% | 8% |
| VNindex | 3% | 1,8% | 5,7% |

Tỷ lệ sở hữu

| | |
|-----------------------------|----|
| Chủ tịch và người liên quan | 0% |
|-----------------------------|----|

Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Mộng Thy

p hmthy@vcbs.com.vn +84-2838208117 ext 640

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

BIÊN LỢI NHUẬN MỞ RỘNG THỨC ĐẦY TĂNG TRƯỞNG

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi kỳ vọng triển vọng kinh doanh năm 2025 sẽ khả quan được hỗ trợ bởi giá khí đầu vào được dự báo giảm trong khi giá bán được dự báo tăng nhẹ. Bên cạnh đó, kỳ vọng mức thuế VAT 5% được thông qua tháng 11 sẽ hỗ trợ cho doanh nghiệp kể từ giữa năm 2025. Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **MUA** với DCM, giá mục tiêu **42.989 đồng/cp (+18%** so với giá đóng cửa ngày 13/02/2025) như trong "[Báo cáo triển vọng năm 2025](#)" được công bố 12/2024 của chúng tôi.

CẬP NHẬT KQKD Q4 và 2024

Quý 4/2024, doanh thu đạt 4.214 tỷ (+20% YoY), LNST 286 tỷ (-42% YoY). Lũy kế cả năm, doanh thu 13,4 nghìn tỷ (+7% YoY), LNST 1.341 tỷ (+21% YoY). Doanh thu tăng nhờ sản lượng bán NPK (+32% YoY) và giá bán (+22% YoY), bù đắp cho sản lượng (-7% YoY) và giá bán urê (-2% YoY) thấp hơn. LNST tăng nhờ chi phí khấu hao giảm, lãi 167 tỷ từ mua lại KVF, dù bị ảnh hưởng bởi giá khí đầu vào tăng 6%, thu nhập tài chính giảm 33%, và chi phí SG&A tăng 11%.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá khí đầu vào năm 2025 được dự báo giảm dựa trên triển vọng giá dầu được các tổ chức Thế giới dự báo giảm.

Dự báo giá phân Urê toàn cầu sẽ tăng khoảng 4%. Giá phân Urê trong nước được kỳ vọng sẽ tăng theo xu hướng tăng trưởng của giá Urê thế giới, tuy nhiên mức tăng trong nước dự kiến sẽ thấp hơn, đồng thời thu hẹp dần khoảng cách so với giá phân Urê toàn cầu.

Nhu cầu tiêu thụ phân bón Thế giới 2025 được dự báo tăng 2%. Chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ phân bón urê trong nước năm 2025 sẽ tăng trưởng khoảng 3% so với mức tiêu thụ trong năm 2024.

Quốc hội thông qua mức thuế GTGT 5% đối với phân bón.

Triển vọng tăng trưởng dài hạn đóng góp bởi mảng NPK.

Nhà máy Urê hết khấu hao kể từ quý IV.2023 thúc đẩy lợi nhuận doanh nghiệp.

Chúng tôi dự báo DT và LNST năm 2025 đạt 14.234 tỷ đồng (+6% YoY) và 1.463 tỷ đồng (+9% YoY) dựa trên kịch bản giá dầu Brent và giá dầu FO năm 2025 ở mức 70 USD/thùng và 396 USD/thùng (-14% YoY).

| Chỉ tiêu tài chính | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu | 15.925 | 12.571 | 13.456 | 14.234 |
| LNST | 4.321 | 1.110 | 1.341 | 1.463 |
| Tăng trưởng DT | 61% | -21% | 7% | 6% |
| Tăng trưởng LNST | 137% | -74% | 21% | 9% |
| Nợ/TTS (%) | 0% | 6% | 9% | 8% |
| TS LN góp (%) | 36% | 16% | 18% | 22% |
| ROE – TTM (%) | 41% | 11% | 13% | 13% |
| EPS - TTM (đồng) | 7.703 | 1.790 | 2.286 | 2.175 |

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024
Tóm tắt biến động kinh doanh Q4.2024 và lũy kế năm 2024

| Tiêu chí | Q4.2024 | % YOY | Lũy kế 2024 | %YOY | % hoàn thành KH năm DN | % hoàn thành dự báo VCBS | Nguyên nhân |
|--------------------------------------|---------|-------|-------------|------|------------------------|--------------------------|--|
| Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng) | 75 | -11% | 81 | -1% | | | |
| Giá dầu MFO (USD/tấn) | 441 | -1% | 458 | 3% | | | |
| Giá Ure Trung đông (USD/tấn) | 366 | 0% | 340 | -4% | | 106% | |
| Giá ure Cà Mau (VND/kg) | 9.609 | -6% | 9.505 | -1% | | 100% | |
| Sản lượng Ure tiêu thụ (nghìn tấn) | 223 | 15% | 810 | -6% | 108% | 91% | Sản lượng sản xuất ure giảm 1% YoY do thời gian dừng máy dài, tăng 33% so với năm 2023. Điều kiện thời tiết không thuận lợi, lũ rút chậm ở ĐBSCL |
| Giá NPK Cà Mau (VND/kg) | 13.777 | 18% | 14.959 | 24% | | 125% | |
| Sản lượng NPK tiêu thụ (nghìn tấn) | 64 | 20% | 182 | 31% | 118% | 91% | Việc mua lại KVF vào tháng 4 đã giúp DCM tăng gấp đôi công suất NPK, đóng góp tích cực vào kết quả tăng trưởng sản lượng tiêu thụ NPK trong năm 2024 của DCM. |
| Doanh thu | 4.214 | 18% | 13.456 | 7% | 113% | 102% | Doanh thu tăng do (1) sản lượng tiêu thụ (+31% YoY) và giá bán trung bình (+24% YoY) của NPK tăng mạnh, bù đắp cho sản lượng bán (-6% YoY) và giá bán trung bình (-1% YoY) giảm của ure. |
| LNST | 286 | -42% | 1.341 | 21% | 169% | 87% | Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS chủ yếu đến từ (1) chi phí khấu hao giảm mạnh và (2) khoản lãi từ tái định giá trị giá 167 tỷ đồng từ thương vụ mua lại KVF; những điều này bù đắp cho: (1) ASP và sản lượng bán ure thấp hơn, (2) giá khí đầu vào ước tính tăng 6% YoY, (3) thu nhập tài chính thấp hơn 33% YoY và (4) chi phí SG&A tăng 11% YoY. |
| BLNG | 16% | -8% | 18% | 2% | | 84% | |

Nguồn: DCM, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

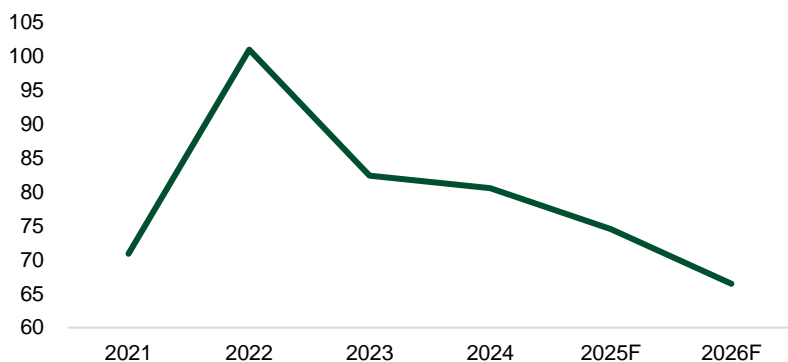
Giá khí đầu vào năm 2025 được dự báo giảm dựa trên triển vọng giá dầu được các tổ chức Thế giới dự báo giảm

Chi phí khí đầu vào được dự báo giảm dựa trên triển vọng giá dầu được các tổ chức Thế giới dự báo giảm do (1) Mỹ dự kiến tăng cung dầu bất chấp nhu cầu thấp, nhờ chính sách thúc đẩy sản xuất và nới lỏng quy định, (2) Opec+ sẽ gia tăng nguồn cung dầu kể từ Q2.2025 và (3) triển vọng kinh tế bất ổn, dự báo nhu cầu đạt đỉnh từ quốc gia nhập khẩu dầu số 1 Thế giới là Trung Quốc.

| Dự phóng giá dầu Brent (USD/thùng) | Ngày công bố ước tính | 2025 |
|------------------------------------|-----------------------|-------|
| J.P Morgan Research | 15/10/2024 | 75 |
| Goldman Sachs | 14/11/2024 | 70-85 |
| Fitch Ratings | 10/09/2024 | 70 |
| Worldbank | 10/2024 | 73 |
| EIA | 01/2025 | 74,5 |

Nguồn: Goldman Sachs, J.P Morgan Research, Fitch Ratings, Worldbank, EIA, VCBS tổng hợp

Hình 1: Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng) của EIA



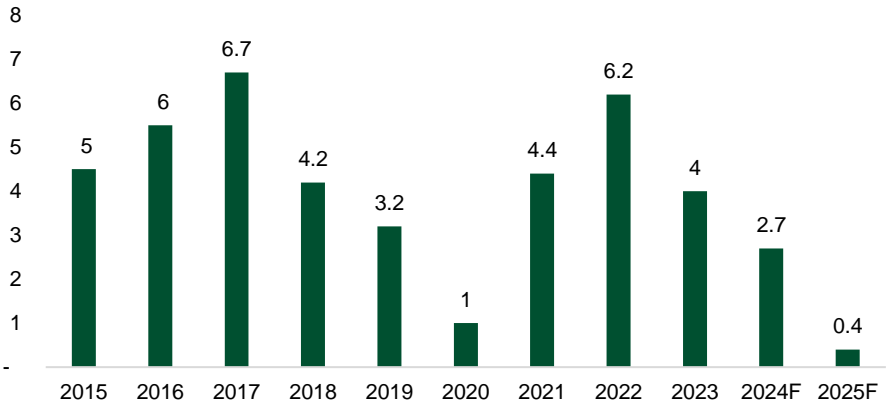
Nguồn: EIA, VCBS tổng hợp

Dự báo giá phân Urê toàn cầu sẽ tăng khoảng 4%. Giá phân Urê trong nước được kỳ vọng sẽ tăng theo xu hướng tăng trưởng của giá Urê thế giới, tuy nhiên mức tăng trong nước dự kiến sẽ thấp hơn, đồng thời thu hẹp dần khoảng cách so với giá phân Urê toàn cầu.

Giá phân Urê TG dự báo tăng nhẹ trong năm 2025. Chúng tôi dự báo giá urê sẽ tăng 4% YoY vào năm 2025 do:

- Giá khí tự nhiên (nguyên liệu đầu vào sản xuất urê) Henry Hub trong năm 2025 và 2026 được EIA dự báo tăng 73%/49% so với cùng kỳ, đạt 3,79 USD/MMBTU và 4,16 USD/MMBTU trong báo cáo Năng lượng ngắn hạn (STEO) được công bố vào 11.2.2025.** Worldbank ước tính giá khí Henry Hub và giá khí Châu Âu năm 2025 sẽ tăng lần lượt 54%/65% YoY, lần lượt đạt 3,4 USD/MMBTU và 11,5 USDS/MMBTU trong báo cáo tháng 10/2024.
- Nguồn cung xuất khẩu urê toàn cầu được dự báo sẽ giảm 3% YoY** do các nguyên nhân:
 - Giới hạn mở rộng công suất:** Theo Yara, việc mở rộng công suất sản xuất urê toàn cầu (không bao gồm Trung Quốc) đã đạt mức đỉnh vào năm 2022 với 6,2 triệu tấn mỗi năm (TPA). Việc mở rộng công suất dự kiến sẽ giảm xuống còn 2,7 triệu TPA và 0,4 triệu TPA vào năm 2024 và 2025.

Hình 1: Việc mở rộng công suất toàn cầu (ngoại trừ TQ) (mt)



Nguồn: Yara, VCBS tổng hợp

- **Triển vọng xuất khẩu trở lại của Trung Quốc vẫn chưa rõ ràng.** Tính đến tháng 2/2025, chưa có thông báo chính thức nào cho biết Trung Quốc có kế hoạch tăng xuất khẩu phân bón trong năm nay. Trên thực tế, chính phủ đã tiếp tục điều chỉnh thuế xuất nhập khẩu để hỗ trợ nhu cầu trong nước và phát triển công nghiệp. Với những yếu tố này, Trung Quốc ít có khả năng tăng xuất khẩu phân bón hoặc sẽ chỉ xuất khẩu với khối lượng thấp vào năm 2025. Thay vào đó, quốc gia này dự kiến sẽ duy trì các hạn chế xuất khẩu để ưu tiên nhu cầu trong nước và ổn định thị trường.
- **Giảm sản lượng từ các nhà sản xuất lớn.** Các vấn đề như thiếu hụt nguyên liệu và gián đoạn sản xuất có thể dẫn đến giảm sản lượng urê từ các nhà sản xuất lớn, ảnh hưởng đến nguồn cung xuất khẩu toàn cầu.

Nga tiếp tục gia hạn hạn ngạch đối với xuất khẩu phân bón từ 1/12/2024 đến 31/05/2025 (theo thông tin từ Chính Phủ Nga). Cụ thể, hạn ngạch xuất khẩu phân bón giai đoạn này là 19,2 triệu tấn, bao gồm 11,2 triệu tấn phân đạm và gần 8 triệu tấn phân bón hỗn hợp. **Sản xuất Urê ở EU dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp: Giá khí đốt dự báo tăng trở lại** do nhu cầu khí đốt trong năm 2025, 2026 dự báo tăng trong bối cảnh nguồn cung khí được dự báo giảm, khiến **nguồn cung khí để sản xuất ure thất chặt hơn.**

- (3) Nhu cầu tiêu thụ phân bón Thế giới 2025 được dự báo tăng nhẹ. Chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ phân bón urê trong nước năm 2025 sẽ tăng trưởng khoảng 3% so với mức tiêu thụ trong năm 2024.**

Thế giới: Theo dự báo của IFA, tiêu thụ phân bón toàn cầu dự kiến sẽ tăng 2% trong năm tài chính 2024 lên 195,4 triệu tấn, và tiếp tục tăng trong trung hạn, nhưng với tốc độ giảm từ 2,2% trong năm tài chính 2025 xuống 1,5% trong năm tài chính 2028. Bloomberg dự báo CAGR nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 là 2,4%, từ mức 188 triệu tấn mỗi năm (MTPA) vào năm 2024 lên 217 MTPA vào năm 2030. Điều này sẽ được hỗ trợ bởi CAGR công suất urê toàn cầu ở mức 0,8% và hiệu suất hoạt động cao hơn, tăng từ 77% vào năm 2024 lên 84% vào năm 2025.

Trong nước: Nhu cầu tiêu thụ nội địa kỳ vọng tăng trong năm 2025. Theo báo cáo thường niên thị trường phân bón năm 2024 và triển vọng năm 2025 của AgroMonitor, nhu cầu tiêu thụ phân bón urê tại Việt Nam trong năm 2025 được dự báo như sau:

- **Năm 2023:** 1.800 nghìn tấn

- **Năm 2024:** 1.900 nghìn tấn
- **Năm 2025:** 2.000 nghìn tấn

Dự báo này phản ánh xu hướng tăng trưởng nhu cầu phân bón urê trong nước, với mức tăng khoảng 5% mỗi năm.

Chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ phân bón urê trong nước năm 2025 sẽ tăng trưởng khoảng 3% so với mức tiêu thụ trong năm 2024, nhờ vào (1) điều kiện thời tiết thuận lợi hơn và (2) việc giá phân bón trong nước dần thu hẹp khoảng cách với giá phân bón thế giới (giá phân bón trong nước ước tính cao hơn 20% so với giá thế giới) do doanh nghiệp chủ động giảm giá bán sau khi được khấu trừ thuế VAT để hỗ trợ người nông dân sẽ giúp gia tăng khả năng chi trả của người dân, từ đó gia tăng nhu cầu phân bón trong nước. Trong khi đó, năm 2024 chịu ảnh hưởng của hiện tượng La Niña và các trận bão, điều này đã tác động tiêu cực đến sản xuất và nhu cầu phân bón.

Quốc hội thông qua mức thuế GTGT 5% đối với phân bón.

Ngày 26/11/2024, Quốc hội đã thông qua Luật Thuế VAT (sửa đổi), áp dụng mức thuế VAT 5% đối với phân bón và quặng dùng trong sản xuất phân bón, thay thế quy định miễn thuế trước đây. Luật này sẽ có hiệu lực từ ngày 1/7/2025.

Chúng tôi ước tính rằng mức thuế VAT đầu ra 5% sẽ giúp DCM và DPM được hoàn thuế đầu vào. Chính sách này có thể tạo điều kiện để giá bán phân bón sản xuất trong nước giảm, qua đó tăng cường khả năng cạnh tranh so với phân bón nhập khẩu. Tuy nhiên, lợi ích ròng mà DCM và DPM thu được từ việc khấu trừ thuế đầu vào sẽ phụ thuộc vào mức độ điều chỉnh giá bán của các doanh nghiệp nhằm hỗ trợ nông dân..

Triển vọng tăng trưởng dài hạn đóng góp bởi mảng NPK

(Đã cập nhật trong báo cáo ngày 04/09/2024)

Nhà máy Urê hết khấu hao kể từ quý IV.2023 sẽ thúc đẩy lợi nhuận doanh nghiệp từ năm 2024

(Đã cập nhật trong báo cáo ngày 30/10/2023)

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DCM như trong [Báo cáo triển vọng 2025](#) được công bố 12/2024 với giá mục tiêu **42.989 VND/CP** dựa trên phương pháp chiết khấu FCFF và FCFE.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về giá khí nguyên liệu tăng mạnh làm biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhanh.

Giá khí nguyên liệu biến động mạnh làm gia tăng chi phí sản xuất phân bón, kéo theo giá thành bị đội lên trong bối cảnh giá nông sản không tăng tương ứng, tiêu thụ khó khăn sẽ khiến nông dân cắt giảm đầu tư cho sản xuất từ đó khiến sức mua giảm, tồn kho tăng cao. Nhu cầu tiêu thụ nội địa gặp nhiều khó khăn, lượng tiêu thụ nội địa thấp hơn nhiều so với cùng kỳ các năm trước sẽ khiến các doanh nghiệp phải thu hẹp hoặc thậm chí ngưng sản xuất.

Rủi ro về giá Urê toàn cầu giảm mạnh hơn dự kiến

Khả năng xuất khẩu Urê trở lại của Trung Quốc vẫn chưa rõ ràng có thể ảnh hưởng mạnh tới xu hướng giá phân bón trong bối cảnh nguồn cung dư thừa và nhu cầu phân bón toàn cầu đang tăng trưởng chậm lại.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

| Khuyến nghị | Chi tiết |
|------------------|--|
| MUA | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 6 tháng tới |
| BÁN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới. |

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

lhathi@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Mộng Thy

Chuyên viên Phân tích

phmthy@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>