

## CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MÀU (DCM – HOSE)

## Triển vọng khả quan

## TRUNG LẬP

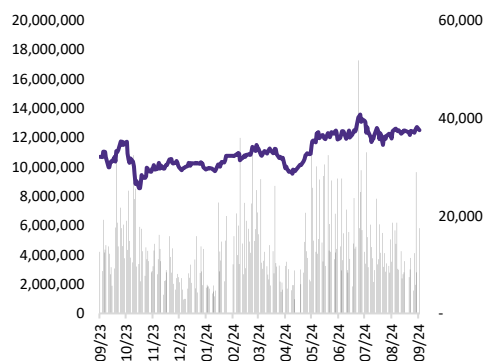
Lê Thị Kim Huê

Email: [hue.lenthikim@abs.vn](mailto:hue.lenthikim@abs.vn)

## THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Phân bón
Ngày báo cáo	: 27/09/2024
Giá hiện tại (VND/CP)	: 38.600
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 39.900
Tỷ lệ tăng (%)	: +3,4%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 20.435
SLCPDLH (CP)	: 529.400.000

## DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: FiinPro, ABS Research

## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q23	2Q24
Tăng trưởng DTT (%)	-19,4%	17,4%
Tăng trưởng LNST (%)	-69,4%	87,7%
Biên LNG (%)	11,3%	16,1%
Biên LNST (%)	9,5%	15,1%
ROA (%)	2,0%	3,5%
ROE (%)	2,8%	6,0%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,03	0,15
EPS (VND/CP)	550	1.032
BVPS (VND/CP)	20.914	18.443

Nguồn: FiinPro, ABS Research

## Luận điểm đầu tư

- KQKD 6T/2024 tích cực.** Lũy kế 6T/2024, DTT của DCM trên 6.607 tỷ đồng (+9,7% svck), lợi nhuận gộp trong kỳ đạt gần 1.330 tỷ đồng (+41,7% svck). Biên lợi nhuận cải thiện mạnh lên 20,1% so với mức 15,6% của cùng kỳ năm trước. LNST của cổ đông Công ty mẹ 6T/2024 của DCM đạt 930 tỷ đồng (+72,2% svck). Trong nửa đầu năm, DCM đã hoàn thành 58% kế hoạch doanh thu và 117,7% kế hoạch LNST năm 2024.
- Tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào (chiếm 63,1% cơ cấu TTS), có lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền khá đều đặn & đòn bẩy tài chính thấp với D/E chỉ ở mức 0,15 lần.
- Chúng tôi đánh giá triển vọng của DCM tích cực dựa trên các yếu tố sau:**
  - ✓ **Mảng phân ure (mảng chủ lực của DCM) – triển vọng lạc quan khi biên lợi nhuận dự kiến cải thiện do Nhà máy sản xuất phân ure đã hết khấu hao.** Năm 2024, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp mảng phân ure sẽ cải thiện mạnh mẽ lên 28,5% so với mức 22,6% của năm 2023, chủ yếu là do chi phí khấu hao giảm xuống đáng kể từ năm 2024 khi Nhà máy sản xuất đạm ure đã hết khấu hao từ Q4/2023. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ & giá bán ure năm 2024 dự kiến tăng, trong khi giá khí đầu vào dự kiến giảm nhẹ về 9,36 USD/mmBTU (-2,1% svck).
  - ✓ **Mảng NPK – triển vọng dài hạn đến từ việc tăng năng lực sản xuất nhờ thầu tóm KVF.**
  - ✓ **Ngành phân bón sẽ hưởng lợi nếu sửa đổi Luật Thuế giá trị gia tăng, trong đó có đề cập tới việc loại bỏ phân bón thuộc đối tượng không chịu thuế giá trị gia tăng, đồng thời bổ sung mặt hàng này vào diện chịu thuế 5%. Vấn đề này dự kiến sẽ có thể được thông qua sớm nhất tại kỳ họp Quốc hội tiếp theo (tháng 10/2024). Nếu dự thảo được thông qua, thay đổi dự kiến sẽ có hiệu lực từ tháng 7/2025 trong kịch bản tốt nhất. Điều này giúp lợi nhuận doanh nghiệp sẽ hồi phục đáng kể so với giai đoạn trước đó.**
- Chúng tôi dự phóng DTT & LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2024F của DCM dự kiến đạt 13.950 tỷ đồng (+11% svck) & 1.729 tỷ đồng (+55,9% svck). EPS & BVPS 2024F dự kiến đạt 3.267 đồng/cp & 19.989 đồng/cp, tương ứng 2024F P/E và P/B đạt 11,8 lần & 1,9 lần tại mức giá giao dịch hiện tại. Năm 2025F, chúng tôi dự phóng DTT & LNST cổ đông Công ty mẹ của DCM đạt 14.973 tỷ đồng (+7,3% svck) & 1.845 tỷ đồng (+6,7% svck). EPS & BVPS 2025F dự kiến đạt 3.485 đồng/cp & 21.429 đồng/cp, tương ứng 2025F P/E & P/B đạt 11,1 lần & 1,8 lần tại mức giá hiện tại.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 39.900 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +3,4% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu DCM.

- **Rủi ro:**
  - ✓ Rủi ro giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh hơn dự báo của chúng tôi.
  - ✓ Giá bán phân bón có thể sụt giảm do những động thái tăng xuất khẩu của các quốc gia lớn.
- **Cơ hội:**
  - ✓ Giá phân bón tăng mạnh hơn dự báo của chúng tôi do những yếu tố thắt chặt nguồn cung từ các quốc gia lớn, căng thẳng địa chính trị làm gián đoạn nguồn cung.
  - ✓ Giá nguyên liệu giảm mạnh hơn dự báo của chúng tôi.
  - ✓ Nếu sửa đổi Luật Thuế Giá trị gia tăng được thông qua và phân bón được đưa vào diện chịu thuế 5% thì lợi nhuận năm 2025 có thể tăng lên so với dự phóng của chúng tôi.

**Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của DCM**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	15.925	12.571	13.950	14.973
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần (%)</i>	<i>61,3%</i>	<i>-21,1%</i>	<i>11,0%</i>	<i>7,3%</i>
Lợi nhuận gộp	5.703	2.032	2.877	2.884
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>35,8%</i>	<i>16,2%</i>	<i>20,6%</i>	<i>19,3%</i>
Doanh thu tài chính	301	577	492	550
Chi phí tài chính	-60	-27	-88	-102
Chi phí bán hàng	-698	-801	-935	-1.003
Chi phí QLDN	-653	-549	-516	-554
Lợi nhuận từ HĐKD	4.593	1.232	1.829	1.775
Lãi/Lỗ khác	3	22	12	189
Lợi nhuận trước thuế	4.596	1.255	1.841	1.964
<b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>	<b>4.316</b>	<b>1.109</b>	<b>1.729</b>	<b>1.845</b>
<i>Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)</i>	<i>27,1%</i>	<i>8,8%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,3%</i>
EPS (đồng/cp)	7.701	1.797	3.267	3.485

Nguồn: BCTC DCM, ABS Research

# Cập nhật doanh nghiệp

## KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA DCM Q2/2024 & 6T/2024

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ VND)	2Q23	2Q24	%YOY	1H23	1H24	%YOY
Doanh thu thuần	3.291	3.863	17,4%	6.026	6.607	9,7%
Lợi nhuận gộp	370	621	67,7%	939	1.330	41,7%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>11,3%</i>	<i>16,1%</i>		<i>15,6%</i>	<i>20,1%</i>	
Chi phí Bán hàng & QLDN	(171)	(253)	47,7%	(592)	(705)	19,0%
<i>Tỷ lệ Chi phí bán hàng &amp; QLDN/DTT (%)</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,5%</i>		<i>9,8%</i>	<i>10,7%</i>	
Doanh thu tài chính	145	94	-35,2%	264	226	-14,5%
Chi phí tài chính	0	(24)	N/A	(9)	(38)	337,4%
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>(4)</i>	<i>(9)</i>	<i>147,8%</i>	<i>(4)</i>	<i>(16)</i>	<i>340,9%</i>
Lợi nhuận từ HĐKD	345	439	27,2%	602	814	35,2%
Lãi/lỗ từ liên doanh, liên kết	0	0	N/A	0	0	N/A
Lãi/lỗ khác	3	176	5.111,9%	8	184	2.334,8%
Lợi nhuận trước thuế	348	615	76,6%	610	997	63,6%
<b>LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>311</b>	<b>584</b>	<b>87,7%</b>	<b>540</b>	<b>930</b>	<b>72,2%</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>9,5%</i>	<i>15,1%</i>		<i>9,0%</i>	<i>14,1%</i>	

Nguồn: BCTC DCM, ABS Research

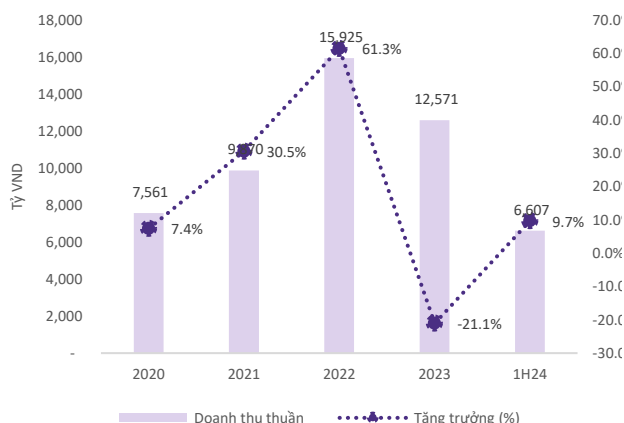
- Lợi nhuận Q2/2024 tăng gần gấp đôi svck:**

- ✓ Q2/2024, doanh thu thuần (DTT) của DCM đạt trên 3.863 tỷ đồng tỷ đồng (+17,4% svck), lợi nhuận gộp đạt 621 tỷ đồng (+67,7% svck), biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh lên 16,1% so với mức 11,3% của cùng kỳ năm trước.
- ✓ Doanh thu tài chính giảm 35,2% svck về 94 tỷ đồng, chi phí tài chính tăng mạnh lên 24 tỷ đồng từ mức âm 0,4 tỷ đồng của cùng kỳ năm trước, trong đó chi phí lãi vay vẫn tăng mạnh lên 9 tỷ đồng (+147,8% svck). Tuy nhiên, khoản mục chi phí tài chính quá nhỏ so với quy mô hoạt động của Công ty nên gần như không ảnh hưởng mấy tới KQKD của DCM. Trong kỳ, chi phí bán hàng & chi phí QLDN tăng mạnh lên 253 tỷ đồng (+47,7% svck).
- ✓ Trong kỳ, DCM ghi nhận khoản lợi nhuận khác đột biến 176 tỷ đồng (tăng 5,1 lần svck), trong đó 167 tỷ đồng là khoản thu nhập bất thường liên quan việc thu tóm Công ty Phân bón Hàn Việt (KVF). Ngày 1/4/2024, DCM đã chính thức nắm quyền kiểm soát 100% vốn góp tại KVF với tổng giá phí hợp nhất kinh doanh là 612,9 tỷ đồng. KVF là DN chuyên sản xuất & kinh doanh phân bón NPK có công suất 360.000 tấn/năm. Việc thu tóm KVF giúp DCM tăng năng lực sản xuất NPK lên 660.000 tấn/năm.
- ✓ **Kết quả, LNST cổ đông Công ty mẹ Q2/2024 của DCM đạt 584 tỷ đồng (+87,7 svck).**

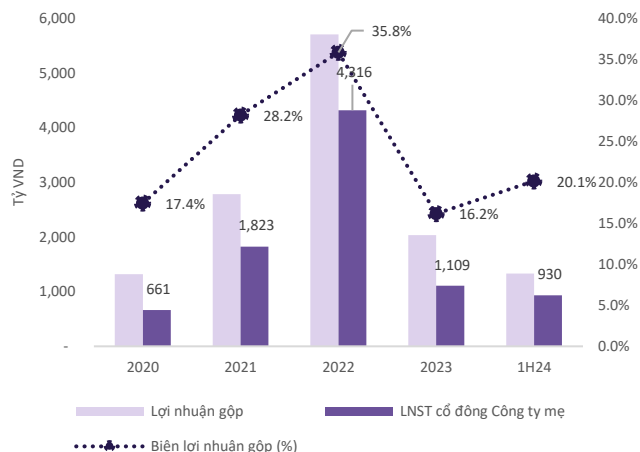
- KQKD 6T/2024 tích cực.**

- ✓ Nhìn tổng thể có thể thấy, trong giai đoạn 2019-2022, KQKD của DCM đã có sự tăng trưởng khá ấn tượng cả về doanh thu và lợi nhuận, biên lợi nhuận gộp cũng liên tục cải thiện. Đỉnh điểm là năm 2022 khi các chỉ tiêu kinh doanh đều lên mức cao nhất lịch sử với DTT đạt 15.925 tỷ đồng (+61,3% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 4.316 tỷ đồng (+136,7% svck), biên lợi nhuận gộp đạt 35,8%. Năm 2023, do giá phân bón lao dốc nên KQKD đã sụt giảm mạnh, với DTT đạt 12.571 tỷ đồng (-21,1% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 1.109 tỷ đồng (-74,3% svck), biên lợi nhuận gộp giảm mạnh về 16,2%. Tuy nhiên, sự phục hồi đã trở lại trong 6T/2024.
- ✓ Cụ thể, lũy kế 6T/2024, DTT của DCM trên 6.607 tỷ đồng (+9,7% svck), lợi nhuận gộp trong kỳ đạt gần 1.330 tỷ đồng (+41,7% svck). Biên lợi nhuận cải thiện mạnh lên 20,1% so với mức 15,6% của cùng kỳ năm trước.
- ✓ Doanh thu tài chính giảm 14,5% svck về 226 tỷ đồng, chủ yếu do lãi suất tiền gửi giảm mạnh về 155 tỷ đồng (-37,7% svck). Chi phí tài chính trong kỳ tăng mạnh 337,4% svck lên 38 tỷ đồng, chủ yếu do lãi tiền vay & lỗ chênh lệch tỷ giá tăng, trong đó chi phí lãi vay tăng lên 16 tỷ đồng (+340,9% svck). Tuy nhiên, quy mô chi phí tài chính khá nhỏ nên không tác động đáng kể tới KQKD của DCM. Chi phí bán hàng & chi phí QLDN trong kỳ tăng mạnh lên 705 tỷ đồng (+19% svck).
- ✓ **Kết quả, LNST của cổ đông Công ty mẹ 6T/2024 của DCM đạt 930 tỷ đồng (+72,2% svck).** Năm 2024, DCM đặt kế hoạch 11.878 tỷ đồng doanh thu và 794,8 tỷ đồng LNST. Như vậy, 6T/2024 DCM đã hoàn thành 58% kế hoạch doanh thu và 117,7% kế hoạch LNST năm 2024.

**Quy mô & tăng trưởng doanh thu thuần của DCM 2020-6T/2024**



**Quy mô & biên lợi nhuận của DCM 2020-6T/2024**

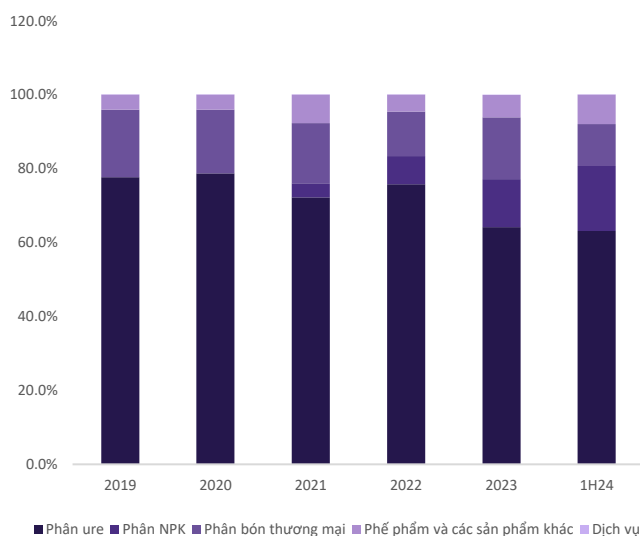


Nguồn: Fiinpro, BCTC của DCM, ABS Research

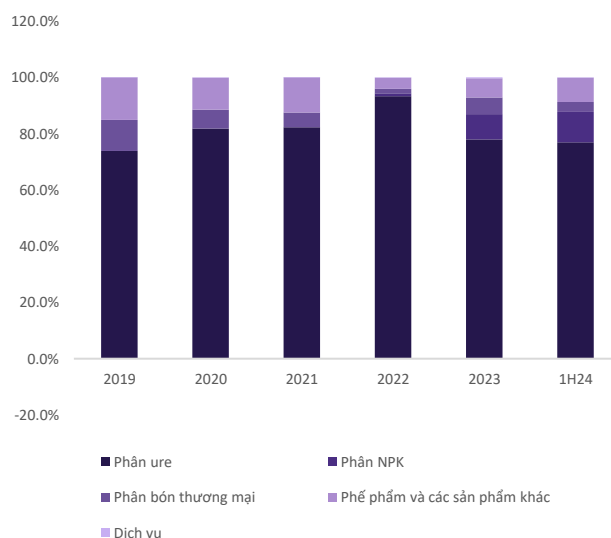
**• Cơ cấu doanh thu, lợi nhuận 6T/2024:**

- ✓ Xét theo cơ cấu sản phẩm, phân bón ure chiếm tỷ trọng chủ đạo với 63,1% cơ cấu doanh thu & 76,9% cơ cấu lợi nhuận gộp. Tiếp đến là phân NPK đóng góp 17,6% cơ cấu doanh thu và 10,9% cơ cấu lợi nhuận gộp 6T/2024. Màng phân bón thương mại đóng góp 11,3% cơ cấu doanh thu nhưng do biên lợi nhuận gộp thấp nên chỉ đóng góp 3,5% cơ cấu lợi nhuận gộp. Phế phẩm và các sản phẩm khác lần lượt đóng góp 7,9% cơ cấu doanh thu & 8,7% cơ cấu lợi nhuận gộp.
- ✓ Xét về thị trường, trong 6T/2024, doanh thu từ thị trường nội địa đạt 4.996 tỷ đồng (+12,6% svck), chiếm 75,6% cơ cấu doanh thu; lợi nhuận gộp từ thị trường này đạt 1.129 tỷ đồng (+78,1% svck và chiếm 84,9% cơ cấu lợi nhuận gộp). Trong khi đó, thị trường xuất khẩu đem lại 1.611 tỷ đồng doanh thu (+1,5% svck và chiếm 24,4% cơ cấu doanh thu) & 201,1 tỷ đồng lợi nhuận gộp (-34% svck và chiếm 15,1% cơ cấu lợi nhuận gộp). Trong 6T/2024, DCM đã xuất khẩu 174,2 nghìn tấn phân bón, chiếm gần 26% tổng sản lượng tiêu thụ (trước đó, năm 2023, công ty cũng đã xuất khẩu 344 nghìn tấn phân bón, chiếm 26% tổng sản lượng tiêu thụ). DCM hiện là DN hàng đầu trong sản xuất và kinh doanh phân bón tại Việt Nam. Các thị trường mục tiêu chiến lược của DCM bao gồm Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên, Campuchia. Ngoài ra, DCM còn chủ động mở rộng khai thác, xâm nhập các thị trường trong nước ở khu vực miền Trung, miền Bắc và thị trường Đông Nam Á, Nam Á, Mỹ Latinh.

**Cơ cấu doanh thu của DCM 2019-6T/2024**



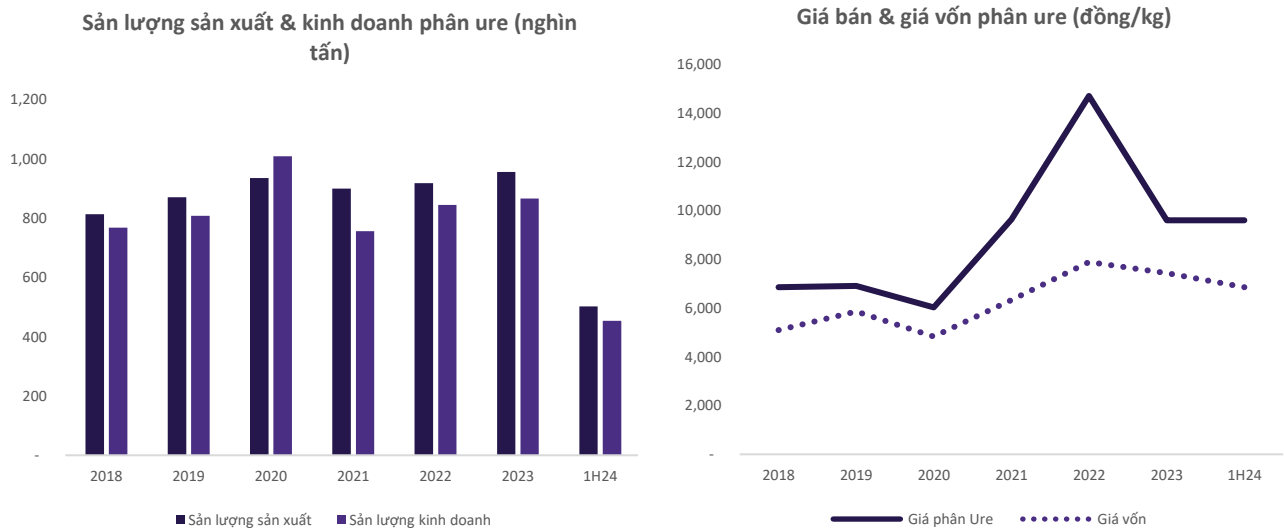
**Cơ cấu lợi nhuận gộp của DCM 2019-6T/2024**



Nguồn: Fiinpro, BCTC của DCM, ABS Research

- **Phân ure hạt đực – sản phẩm chủ lực của DCM:**

- ✓ Đây là mảng chủ lực của DCM. Doanh thu, lợi nhuận mảng này lên mức kỷ lục vào năm 2022 khi giá phân ure tăng cao. Trong giai đoạn 2019-2022, doanh thu và lợi nhuận từ phân ure tăng trưởng tốt, trong đó đỉnh điểm là năm 2022 với doanh thu đạt 12.402 tỷ đồng (+70,3% svck và chiếm 75,7% cơ cấu doanh thu) & lợi nhuận gộp đạt 5.748 tỷ đồng (+139% svck và chiếm 93,3% cơ cấu lợi nhuận gộp), biên lợi nhuận gộp đạt mức cao nhất với 46,4% từ mức 33% của năm 2021. Sản lượng kinh doanh phân ure năm 2022 đạt 844 nghìn tấn (+11,6% svck), trong khi giá bán tăng rất mạnh lên 14.694 đ/kg (+52,6% svck) do giá phân bón thế giới tăng cao.
- ✓ Năm 2023, mảng phân bón ure suy giảm mạnh do giá ure lao dốc. Doanh thu đạt 8.311 tỷ đồng (-33% svck), chiếm 64,2% cơ cấu doanh thu năm 2023. Lợi nhuận gộp đạt 1.878 tỷ đồng (-67% svck), chiếm 77,9% cơ cấu lợi nhuận gộp với biên lợi nhuận gộp giảm mạnh về 22,6%. Sản lượng tiêu thụ phân ure mặc dù vẫn tăng nhẹ 2,6% svck lên 866 nghìn tấn nhưng giá bán thì sụt giảm mạnh về 9.597 đ/kg (-34,7% svck). Sự sụt giảm này bắt nguồn từ: 1) Giá ure toàn cầu giảm mạnh do nguồn cung thế giới tăng khi công suất thiết kế đạt mức cao nhất trong 14 năm, cán mốc 190,4 triệu tấn (+4,1% svck). Sự tăng trưởng này chủ yếu đến từ khu vực Châu Á (Trung Quốc, Brunei, Indonesia, và Ấn Độ và Châu Âu (Nga và Ukraine); 2) Tại Việt Nam, nguồn cung tăng trong khi tổng cầu giảm nhẹ. Tổng nguồn cung trong nước và nhập khẩu, cộng tồn kho ước tính 2,95 triệu tấn (+2,35% svck). Tồn kho ure trong năm 2023 cao hơn so với hai năm trước, với mức tồn kho đầu tháng trung bình vượt qua 400 nghìn tấn, so với 300 nghìn tấn trong năm 2022 và 220 nghìn tấn trong năm 2021. Trong khi đó, nhu cầu giảm nhẹ do sự sụt giảm mạnh mẽ trong xuất khẩu.
- ✓ Lũy kế 6T/2024, doanh thu mảng ure đạt 4.347 tỷ đồng (+1,7% svck), lợi nhuận gộp đạt 1.241 tỷ đồng (+29,7% svck), biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh lên 28,5% so với mức 22,4% của cùng kỳ năm trước. Sản lượng tiêu thụ phân ure 6T/2024 đạt 453 nghìn tấn (+2,7% svck), giá bán tăng lên 9.591 đ/kg (+1,7% svck) trong khi giá vốn giảm 6,3% svck về còn 6.854 đ/kg. Điều này giúp cải thiện đáng kể KQKD mảng ure trong 6T/2024.



Nguồn: Fiinpro, BCTC của DCM, ABS Research

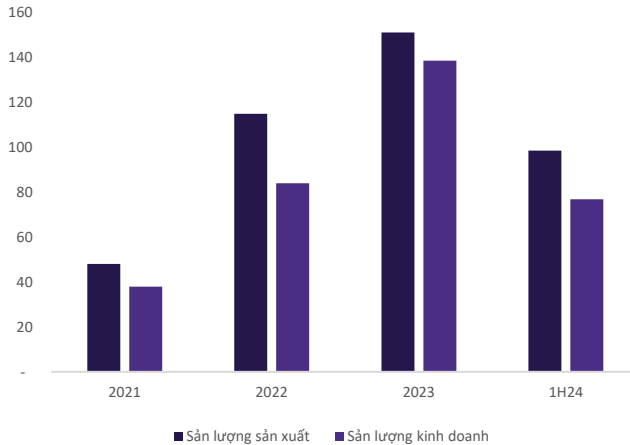
- **Phân NPK đang chứng kiến sự tăng trưởng tốt:**

- ✓ DCM hiện có 1 nhà máy sản xuất NPK với công suất 300 nghìn tấn/năm, đi vào hoạt động từ T4/2021 và đang thể hiện tốt sự thâm nhập thị trường thời gian qua. Mới đây, T4/2024, DCM đã thực hiện thầu tóm xong KVF, một DN chuyên sản xuất NPK với công suất 360 nghìn tấn/năm.
- ✓ Doanh thu năm 2022 mảng NPK của DCM đạt 1.253 tỷ đồng (+220,3% svck), năm 2023 đạt 1.676 tỷ đồng (+33,7% svck) & 6T/2024 đạt 1.215 tỷ đồng (+73,2% svck). Tỷ trọng đóng góp của phân NPK trong cơ cấu doanh thu của DCM đã liên tục tăng kể từ khi đi vào hoạt động, năm 2021 là 3,9%, năm 2022 là 7,7%, năm 2023 là 12,9% và 6T/2024 là 17,6%.
- ✓ Lợi nhuận gộp từ phân NPK cũng cho thấy sự tăng trưởng ấn tượng, năm 2021 khi mới đi vào hoạt động bị lỗ nhẹ 1,6 tỷ đồng nhưng năm 2022 lãi 61 tỷ đồng (chiếm 1% cơ cấu lợi nhuận gộp), năm 2023 lãi 217 tỷ đồng (+254% svck, chiếm 9% cơ cấu lợi nhuận gộp) & 6T/2024 đạt

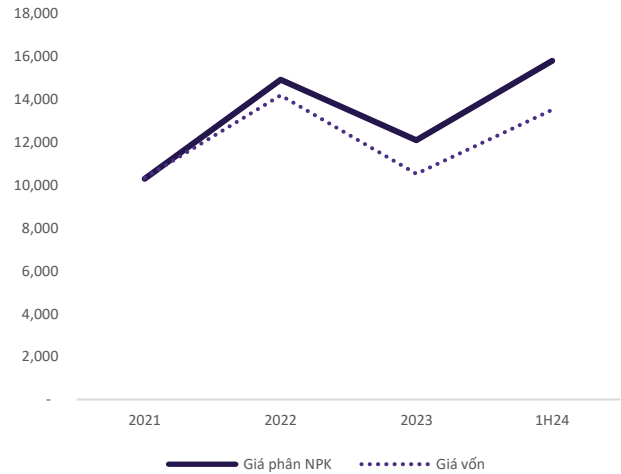
175 tỷ đồng (+48,4% svck & chiếm 10,9% cơ cấu lợi nhuận gộp). Biên lợi nhuận gộp mảng này cũng liên tục cải thiện từ 4,9% (năm 2022) lên 12,9% (năm 2023) và 14,4% (6T/2024).

- ✓ Sản lượng tiêu thụ NPK cũng tăng tốt thời gian qua. Năm 2022, sản lượng tiêu thụ NPK đạt 84 nghìn tấn (+121,1% svck), năm 2023 là 139 nghìn tấn (+65% svck) và 6T/2024 đạt 77 nghìn tấn (+38% svck). Giá bán phân NPK năm 2022 của DCM đạt 14.921 đ/kg (+44,9% svck), năm 2023 đạt 12.089 đ/kg (-19% svck) & 6T/2024 đạt 15.802 đ/kg (+73,2% svck).

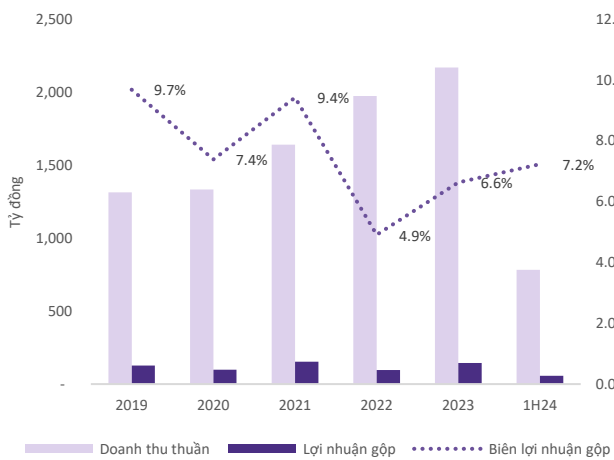
**Sản lượng sản xuất & kinh doanh phân NPK (nghìn tấn)**



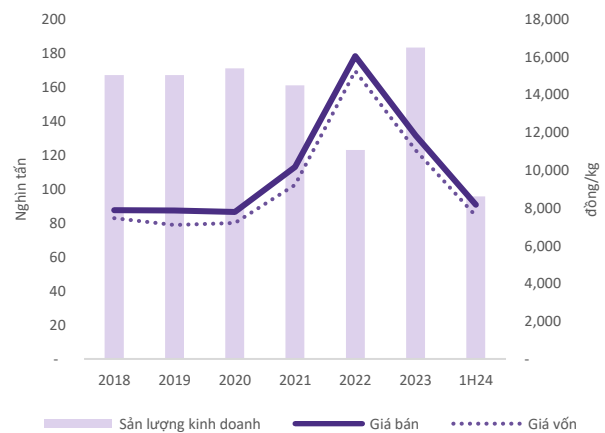
**Giá bán & giá vốn phân NPK (đồng/kg)**



**Doanh thu, lợi nhuận mảng phân bón thương mại**



**Phân bón thương mại - sản lượng & giá bán, giá vốn**



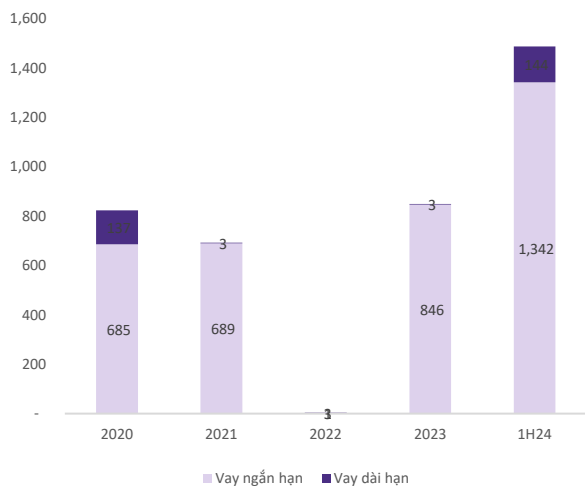
Nguồn: FiinPro, BCTC của DCM, ABS Research

• **Tình hình tài chính nhìn chung vẫn khá an toàn:**

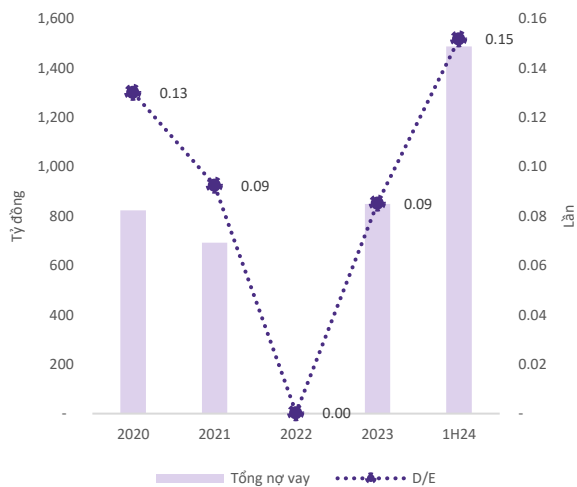
- ✓ **Lượng tiền dồi dào.** Tại 30/6/2024, DCM có 10.627 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng (+1% so với cuối năm 2023), chiếm 63,1% cơ cấu TTS. Lượng tiền dồi dào sẽ giúp DCM có thể chủ động trong các hoạt động kinh doanh. Bên cạnh đó, Công ty có lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt khá đều, trong đó năm 2020 tỷ lệ chi trả cổ tức của DCM là 8%, năm 2021 là 18%, năm 2022 là 30%, năm 2023 là 20%.
- ✓ **Các khoản phải thu ngắn hạn & hàng tồn kho có xu hướng tăng mạnh.** Tại 30/6/2024, các khoản phải thu ngắn hạn có giá trị 722 tỷ đồng (+97,4% so với thời điểm cuối năm 2023), chiếm 4,3% cơ cấu TTS, trích lập dự phòng 109,3 tỷ đồng. Trong khi đó, hàng tồn kho chiếm 16,6% cơ cấu TTS, trị giá 2.793 tỷ đồng (+29,3% so với thời điểm cuối năm 2023), trích lập dự phòng 6,9 tỷ đồng. Công ty đã tăng tích trữ nguyên vật liệu cũng như thành phẩm khi giá phân bón giảm về mức thấp.
- ✓ **Đáng chú ý, khoản mục khấu hao TSCĐ trong nửa đầu năm giảm mạnh 83% svck về còn 122 tỷ đồng.** Điều này sẽ giúp lợi nhuận của DCM tăng đáng kể trong năm 2024 khi mà Nhà máy sản xuất ure của DCM đã hết khấu hao từ Q4/2023.
- ✓ **Đòn bẩy tài chính thấp.** Trong kỳ, nợ vay của DCM đã tăng mạnh lên 1.486 tỷ đồng (+75,1% so với thời điểm cuối năm 2023), trong đó chủ yếu là nợ vay ngắn hạn (1.342 tỷ đồng). Mặc dù nợ vay tăng mạnh nhưng đòn bẩy tài chính vẫn khá thấp, hệ số D/E chỉ ở mức 0,15 lần. Nhìn

chung, từ năm 2019 tới nay, hệ số D/E không vượt qua 0,3 lần, thậm chí năm 2022 Công ty còn hầu như không có nợ vay (chỉ vay 3,6 tỷ đồng, hệ số D/E gần như bằng 0).

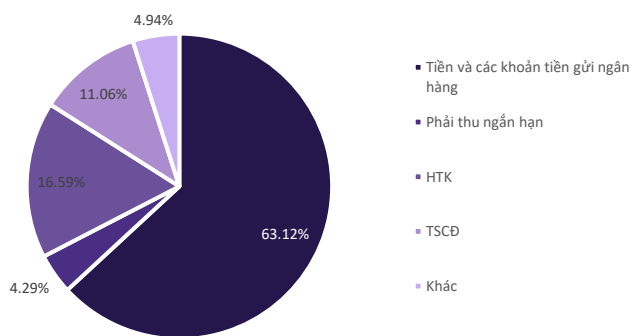
**Cơ cấu nợ vay của DCM 2020-6T/2024 (tỷ đồng)**



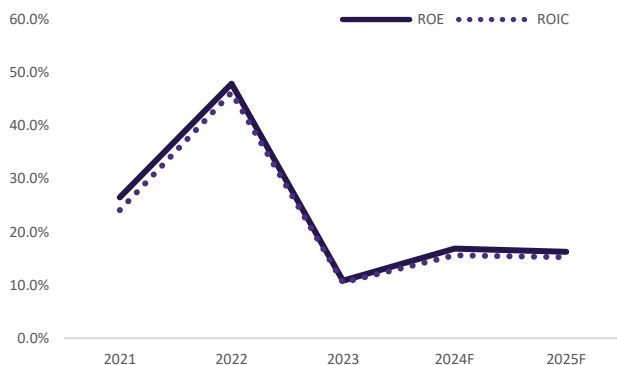
**Quy mô nợ vay và hệ số D/E**



**Cơ cấu tài sản DCM tại 30/6/2024 (%)**



**Hiệu quả kinh doanh DCM**



Nguồn: Fiinpro & BCTC của DCM, ABS Research

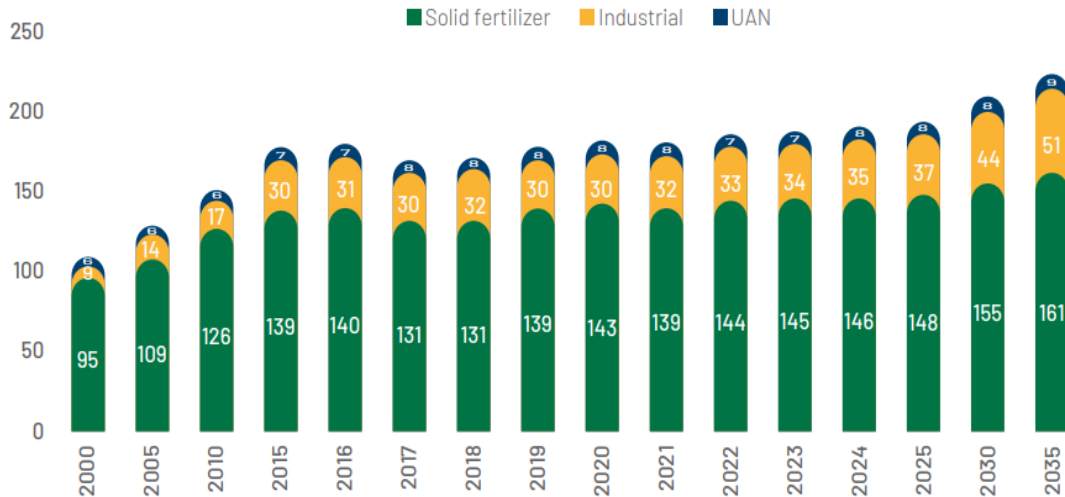
# Triển vọng & Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2024

Chúng tôi đánh giá triển vọng của DCM lạc quan dựa trên các yếu tố sau:

- **Mảng phân ure – triển vọng lạc quan khi biên lợi nhuận dự kiến cải thiện do Nhà máy sản xuất phân ure đã hết khấu hao:**
  - ✓ Năm 2024, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp mảng phân ure sẽ cải thiện mạnh mẽ lên 28,5% so với mức 22,6% của năm 2023, chủ yếu là do chi phí khấu hao giảm xuống đáng kể từ năm 2024 khi Nhà máy sản xuất đạm ure đã hết khấu hao từ Q4/2023. Chi phí khấu hao nhà máy mỗi năm thường dao động quanh 1.200 tỷ đồng/năm. Do đó, việc hết khấu hao sẽ giúp DCM có thể tiết kiệm 800-900 tỷ đồng tiền khấu hao trong năm 2024. Điều này sẽ giúp cải thiện đáng kể lợi nhuận năm 2024 của DCM. Năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng ure đạt 8.605 tỷ đồng (+3,5% svck), lợi nhuận gộp đạt 2.456 tỷ đồng (+30,8% svck), biên lợi nhuận gộp đạt 28,5%.
  - ✓ **Sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng nhẹ trong năm 2024.** Chúng tôi dự báo năm 2024, sản lượng tiêu thụ ure của DCM dự kiến đạt 880 nghìn tấn (+1,6% svck). Trong giai đoạn 2025-2029, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ đi ngang với tốc độ tăng trưởng khoảng 1%-2%/năm. Sản lượng tiêu thụ ure dự kiến tăng do:
    - **1) Nhu cầu tiêu thụ thế giới năm 2024 dự kiến tăng nhẹ**, ước đạt 189 triệu tấn. Châu Á vẫn sẽ là thị trường lớn nhất về sử dụng ure trực tiếp và cũng sẽ thống trị tăng trưởng trong hai thập kỷ tới về tổng khối lượng mặc dù tốc độ tăng trưởng phần trăm được dự báo sẽ ở mức vừa phải, chỉ 0,7% mỗi năm, với mức tăng khối lượng lớn nhất cho đến nay là ở Nam Á. Trung Quốc có tốc độ tăng trưởng chậm lại do sự bão hòa của thị trường kết hợp với sự can thiệp của chính phủ. Dự báo tăng trưởng mạnh mẽ ở Châu Mỹ Latinh và Châu Phi, những khu vực có nhiều tiềm năng phát triển nhất trong lĩnh vực nông nghiệp.
    - **2) Tại thị trường trong nước, nhu cầu tiêu thụ dự kiến tăng** nhất là vào giai đoạn từ Q4/2024 đến Q1/2025 khi bước vào vụ Đông Xuân. AgroMonitor dự báo tiêu thụ ure trong nước tại Việt Nam năm 2024 sẽ ở mức 2,05-2,11 triệu tấn, tăng so với 1,74-1,93 triệu tấn trong năm 2022-2023.
    - **3) Giá nông sản tăng, kích thích nhu cầu sử dụng phân bón.** Giá lúa gạo có chiều hướng tăng do Ấn Độ vẫn duy trì hạn ngạch xuất khẩu gạo và nguồn cung xuất khẩu gạo thế giới chưa có dấu hiệu cải thiện & nhu cầu từ các thị trường lớn vẫn ở mức cao. Mới đây, Chính phủ Philippines đã thông qua việc giảm thuế nhập khẩu gạo từ 35% xuống còn 15% đối với cả gạo trong và ngoài hạn ngạch cho đến năm 2028. Đây là cơ hội cho các nước xuất khẩu gạo hàng đầu thế giới, bao gồm Việt Nam – nước xuất khẩu gạo lớn nhất vào Philippines, chiếm tới 80% thị phần vào năm ngoái. Theo báo cáo của Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, trong 6 tháng đầu năm 2024, Việt Nam đã bán 4,68 triệu tấn gạo các loại, thu về 2,98 tỷ USD. So với cùng kỳ năm 2023, xuất khẩu gạo chỉ tăng 10,4% về lượng nhưng tăng 32% về giá trị nhờ giá xuất khẩu mặt hàng này neo ở mức cao. Xuất khẩu các nông sản khác cũng kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong năm 2024. Việc giá cả các nông sản tăng cao sẽ kích thích nhu cầu sử dụng phân bón, từ đó giúp tăng sản lượng tiêu thụ phân ure.
    - **4) Kỳ vọng thị trường xuất khẩu.** Campuchia từ lâu luôn là thị trường mục tiêu quan trọng trong chiến lược phát triển của DCM với nhu cầu tiêu thụ phân bón không ngừng tăng trưởng liên tục và hàng năm bình quân tiêu thụ ure từ 380.000 - 410.000 tấn/năm, phân DAP từ 250.000 - 280.000 tấn/năm, phân NPK từ 260.000 - 300.000 tấn/năm. DCM hiện đang chiếm 35%-40% thị phần và sẽ tăng lên 50%-60% thị phần tại Campuchia. Bên cạnh đó, DCM mở rộng thị trường sang các nước khu vực Đông Nam Á, Nam Á, Mỹ La Tinh như Thái Lan, Myanmar, Philippines, Bangladesh, Nepal, Sri Lanka, Ấn Độ, Brazil. Đây được xem là thị trường có quy mô tiêu thụ phân bón lớn, ổn định, phát huy được lợi thế cạnh tranh về giá bán, chất lượng sản phẩm và được người tiêu dùng đánh giá tích cực trong thói quen sử dụng đạm hạt đực. Trong các năm tới, DCM tiếp tục mở rộng thị trường mới ở Châu Âu, Châu Đại Dương và Bắc Mỹ. Những tháng đầu Q1/2024, DCM đã triển khai ký kết một số hợp đồng quan trọng cung ứng hàng hóa đi thị trường khó tính như Úc, New Zealand và hy vọng sẽ tiếp tục đạt kết quả khả quan hơn nữa trong giai đoạn tới.



### Nhu cầu sử dụng phân bón trực tiếp (ĐVT: triệu tấn)



Nguồn: DCM & Fertecon, ABS Research

- ✓ **Giá bán phân ure dự kiến phục hồi trong năm 2024.** Chúng tôi dự báo giá bán ure trong năm 2024 của DCM dự kiến quanh 9.783 đ/kg (+1,9% svck) và sẽ đi ngang trong giai đoạn 2025-2029 (CAGR đạt 1%/năm). Giá phân bón của DCM nói riêng và trong nước nói chung sẽ chịu tác động cùng chiều với giá phân bón thế giới, bên cạnh đó còn được hỗ trợ bởi nhu cầu phân bón có tính thời vụ ở trong nước. Giá thế giới dự kiến phục hồi khi nhu cầu tiêu thụ dự báo tăng nhẹ trong khi nguồn cung ổn định.
  - **Nguồn cung thế giới ổn định.** Theo Fertecon, công suất các nhà máy ure thế giới năm 2024 ước đạt 237,232 triệu tấn, tiếp tục xu hướng tăng so với năm 2023. Đông Nam Á duy trì nguồn cung ổn định ở mức 17,151 triệu tấn, Nam Á tăng lên 40,163 triệu tấn, Đông Á tăng lên 77,098 triệu tấn, Châu Phi tăng lên mức 17,025 triệu tấn.
  - **Dấu hiệu thắt chặt nguồn cung từ:** 1) Nga và Trung Quốc hạn chế xuất khẩu phân bón. Hiện Trung Quốc vẫn chủ trương duy trì chính sách kiểm soát hạn ngạch xuất khẩu phân bón ra thị trường quốc tế nhưng chính sách này có thể thay đổi. Trong khi đó, Nga tiếp tục gia hạn hạn ngạch xuất khẩu phân bón đến hết T11/2024; 2) Tại khu vực Trung Đông, Chính phủ Ai Cập đã quyết định gia hạn vô thời hạn việc cắt giảm 30% nguồn cung khí đốt đối với tất cả các nhà sản xuất phân ure tại nước này, từ đó ảnh hưởng lớn đến nguồn cung toàn cầu; 3) Do căng thẳng địa chính trị dẫn tới giá đoạn nguồn cung.
- ✓ **Giá khí đầu vào của DCM năm 2024 dự báo giảm nhẹ.**
  - Chúng tôi ước tính giá khí đầu vào năm 2024 của DCM dự kiến đạt 9,36 USD/mmBTU (-2,1% svck) do ảnh hưởng bởi hiện tượng thời tiết La Nina đã sớm quay trở lại, khiến sản lượng huy động từ điện khí giảm, từ đó giảm tỷ trọng nguồn khí mua bổ sung từ Petronas (đây là nguồn khí có giá cao) xuống còn 44% (từ mức 45% của năm 2023) & tăng tỷ trọng nguồn khí theo quyền nhận của PVN lên 56% từ mức 55% của năm 2023 (đây là nguồn khí giá rẻ). Tuy nhiên, sau đó trong giai đoạn 2025-2029 xu hướng giá khí đầu vào sẽ tăng lên do nhu cầu sử dụng khí cho điện gia tăng vì điện khí là loại hình điện ổn định & định hướng sẽ được tăng tỷ trọng trong hệ thống điện quốc gia (QH điện VIII), từ đó làm tăng tỷ trọng nguồn khí mua bổ sung từ Petronas lên và kéo giá khí đầu vào tăng cao.
  - Hiện nay, cụm Khí – Điện – Đạm Cà Mau đang sử dụng một nguồn khí duy nhất là từ mỏ khí PM3-CAA-Cái Nước nằm ở bể Malay – Thổ Chu. Theo Nghị quyết số 663/HĐTV-DKVN, nguyên tắc phân bổ khí đối với DCM từ năm 2020 như sau: 90% lượng khí tiêu thụ theo quyền nhận PVN và 10% mua bổ sung từ Petronas. Tuy nhiên, từ năm 2022, theo Nghị quyết số 2833/NQ-DKVN ban hành ngày 27/05/2022, khí thuộc quyền nhận của PVN sẽ được phân bổ theo tỷ trọng tiêu thụ thực tế của cả cụm Khí – Điện – Đạm tại Cà Mau, không phân biệt Nhà máy đạm với các nhà máy khác nữa, do đó tỷ trọng nguồn khí rẻ sẽ giảm đi đối với DCM (không còn hưởng lợi như giai đoạn 2020-2022 nữa).
  - Về giá khí theo từng nguồn khí được quy định như sau: 1) Giá khí thuộc quyền nhận của PVN từ mỏ PM3-CAA-Cái Nước: 46%\*HSFO trong giai đoạn 01/01/2019-31/12/2027; 2) Giá khí mua bổ sung từ Petronas: 12,7%\*Brent trong giai đoạn 29/02/2020-

31/12/2026 và 13,7%\*Brent trong giai đoạn 01/01/2027-31/12/2031. Trên cơ sở đó, chúng tôi có một số giả định như sau: 1) Giá dầu Brent năm 2024 dự kiến dao động quanh 81 USD/thùng dựa trên cơ sở nguồn cung & nhu cầu và tham khảo một số dự báo của các tổ chức uy tín trên thế giới. Giá dầu Brent trong giai đoạn sau sẽ tiếp tục duy trì ổn định quanh 80 USD/thùng; 2) Giá dầu FO giả định biến động cùng chiều với giá dầu Brent, dự báo giá dầu FO năm 2024 đạt 436,75 USD/tấn (-1,6% svck); 3) Cước phí vận chuyển giả định dao động quanh 1,09 USD/mmbTU.

#### Dự phóng giá khí đầu vào của DCM

Dự phóng	ĐVT	2023E	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Giá dầu Brent	USD/thùng	82,40	81,00	80,00	80,00	80,00	80,00
Giá khí mua bổ sung từ Petronas	USD/mmbTU	10,46	10,29	10,16	10,16	10,96	10,96
Tỷ trọng mua từ Petronas	%	45,0%	44,0%	46,0%	47,0%	48,0%	49,0%
Giá dầu MFO	USD/tấn	444,30	436,75	431,36	431,36	431,36	431,36
Giá khí mua theo quyền nhận từ PVN	USD/mmbTU	5,25	5,16	5,10	5,10	5,10	5,10
Tỷ trọng mua từ PVN	%	55,0%	56,0%	54,0%	53,0%	52,0%	51,0%
Giá khí quy đổi	USD/mmbTU	7,60	7,42	7,43	7,48	7,91	7,97
Cước phí vận chuyển	USD/mmbTU	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
<b>Giá khí (gồm VAT)</b>	<b>USD/mmbTU</b>	<b>9,56</b>	<b>9,36</b>	<b>9,37</b>	<b>9,43</b>	<b>9,90</b>	<b>9,97</b>
%YOY			-2,1%	0,1%	0,6%	5,1%	0,7%

Nguồn: DCM, ABS Research

- **Mảng NPK – triển vọng dài hạn đến từ việc tăng năng lực sản xuất nhờ thu tóm KVF:**

- ✓ Việc thu tóm KVF (như trình bày ở các mục trên) giúp đem lại một số lợi thế cho DCM như sau:

- 1) Tăng năng lực sản xuất NPK. KVF có công suất sản xuất NPK là 360 nghìn tấn/năm. Sau khi thu tóm KVF, năng lực sản xuất của DCM sẽ tăng lên 660 nghìn tấn/năm (+120% công suất).
    - 2) Nhà máy của KVF có lợi thế gần cảng, thuận tiện mở rộng thị trường sang các thị trường xa hơn như khu vực Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên.
    - 3) 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. KVF hiện đang sở hữu 1,2ha kho nguyên liệu, 1,3ha kho thành phẩm & 3ha đất trống dự kiến sẽ được xây dựng thành kho nguyên liệu.

- ✓ Chúng tôi giả định năm 2024 sản lượng sản xuất NPK của DCM sẽ đạt 198 nghìn tấn, tương đương 30% công suất và sẽ tăng lên 462 nghìn tấn vào năm 2029 (tương đương 70% công suất, tương ứng tăng 10%/năm trong giai đoạn 2024-2029).

- ✓ Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng NPK của DCM năm 2024 đạt 3.005 tỷ đồng (+79,4% svck), lợi nhuận gộp đạt 408 tỷ đồng (+88,2% svck), biên lợi nhuận gộp đạt 13,6%. Sản lượng tiêu thụ đạt 190 nghìn tấn (+37,2% svck), giá bán đạt 15.802 đ/kg (+30,7% svck). Giá bán NPK dự kiến đi ngang trong giai đoạn sau từ 2025-2029.

- **Trong kịch bản tích cực, ngành phân bón sẽ hưởng lợi nếu sửa đổi Luật Thuế giá trị gia tăng**, trong đó có đề cập tới việc loại bỏ phân bón thuộc đối tượng không chịu thuế giá trị gia tăng, đồng thời bổ sung mặt hàng này vào diện chịu thuế 5%. Vấn đề này dự kiến sẽ có thể được thông qua sớm nhất tại kỳ họp Quốc hội tiếp theo (tháng 10/2024). Nếu dự thảo được thông qua, thay đổi dự kiến sẽ có hiệu lực từ tháng 7/2025 trong kịch bản tốt nhất. Chi phí kinh doanh sản xuất đầu vào của DCM năm 2025 chúng tôi dự phóng vào khoảng 12.000 tỷ đồng. Nếu Luật Thuế VAT mới được áp dụng từ đầu năm sau, DCM có thể được khấu trừ khoảng 550-600 tỷ đồng thuế VAT đầu vào kể từ năm 2025. Điều này ước tính sẽ giúp DCM tăng thêm 270-300 tỷ đồng LNTT trong năm 2025.

- **Chúng tôi dự phóng DTT & LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2024F của DCM dự kiến đạt 13.950 tỷ đồng (+11% svck) & 1.729 tỷ đồng (+55,9% svck), chưa tính đến kịch bản tích cực.** EPS & BVPS 2024F dự kiến đạt 3.267 đồng/cp & 19.989 đồng/cp, tương ứng 2024F P/E và P/B đạt 11,8 lần & 1,9 lần tại mức giá giao dịch hiện tại.

- Năm 2025F, chúng tôi dự phóng DTT & LNST cổ đông Công ty mẹ của DCM đạt 14.973 tỷ đồng (+7,3% svck) & 1.845 tỷ đồng (+6,7% svck). EPS & BVPS 2025F dự kiến đạt 3.485 đồng/cp & 21.429 đồng/cp, tương ứng 2025F P/E & P/B đạt 11,1 lần & 1,8 lần tại mức giá hiện tại.

**Bảng dự phóng các mảng kinh doanh của DCM**

Mảng kinh doanh	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Phân bón</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>7.672</b>	<b>13.655</b>	<b>9.987</b>	<b>11.610</b>	<b>12.741</b>
% YOY	26,3%	78,0%	-26,9%	16,3%	9,7%
% Tổng doanh thu	76,0%	83,4%	77,1%	81,6%	83,4%
Giá vốn hàng bán	(5.179)	(7.846)	(7.892)	(8.746)	(9.827)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.493</b>	<b>5.809</b>	<b>2.095</b>	<b>2.864</b>	<b>2.914</b>
% YOY	106,8%	133,1%	-63,9%	36,7%	1,8%
<b>Phân bón thương mại</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>1.638</b>	<b>1.973</b>	<b>2.167</b>	<b>1.749</b>	<b>1.749</b>
% YOY	23,0%	20,4%	9,9%	-19,3%	0,0%
% Tổng doanh thu	16,2%	12,0%	16,7%	12,3%	11,4%
Giá vốn hàng bán	(1.484)	(1.876)	(2.024)	(1.671)	(1.671)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>154</b>	<b>97</b>	<b>144</b>	<b>78</b>	<b>78</b>
% YOY	56,8%	-37,2%	48,4%	-45,8%	0,0%
<b>Phế phẩm và các thành phẩm khác</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>777</b>	<b>750</b>	<b>786</b>	<b>874</b>	<b>786</b>
% YOY	149,5%	-3,4%	4,8%	11,1%	-10,0%
% Tổng doanh thu	7,7%	4,6%	6,1%	6,1%	5,1%
Giá vốn hàng bán	(412)	(499)	(621)	(655)	(590)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>364</b>	<b>251</b>	<b>165</b>	<b>218</b>	<b>197</b>
% YOY	116,4%	-31,1%	-34,4%	32,6%	-10,0%
<b>Dịch vụ</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
% YOY	98,3%	34,6%	317,3%	-50,0%	2,0%
% Tổng doanh thu	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Giá vốn hàng bán	-	-	(2)	(1)	(1)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
% YOY	98,3%	34,6%	244,8%	-84,0%	3,6%
<b>Tổng DTT các mảng</b>	<b>9.870</b>	<b>15.925</b>	<b>12.571</b>	<b>13.950</b>	<b>14.973</b>
% YOY	30,5%	61,3%	-21,1%	11,0%	7,3%
<b>Tổng giá vốn hàng bán</b>	<b>(7.089)</b>	<b>(10.221)</b>	<b>(10.539)</b>	<b>(11.074)</b>	<b>(12.089)</b>
<b>Tổng lợi nhuận gộp</b>	<b>2.781</b>	<b>5.703</b>	<b>2.032</b>	<b>2.877</b>	<b>2.884</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>28,18%</b>	<b>35,82%</b>	<b>16,16%</b>	<b>20,62%</b>	<b>19,26%</b>

Nguồn: ABS Research

## Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu DCM dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/E
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Một số giả định khác:

- Chúng tôi giả định Công ty không tiến hành tăng vốn.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 6%/năm trong giai đoạn 2024-2025, 10%/năm trong giai đoạn 2026-2027 và 20%/năm từ năm 2028.
- Chúng tôi giả định cổ tức năm 2024 và các năm về sau sẽ ở mức 20%/năm do KQKD năm 2024 dự kiến phục hồi trở lại & dòng tiền của DCM cũng khá dồi dào.

#### **Phương pháp so sánh P/E:**

- P/E mục tiêu chúng tôi đưa ra sẽ dựa trên P/E 2024F bình quân các DN trong ngành là 13,3 lần. EPS bình quân 2024F-2025F của DCM vào khoảng 3.376 đ/cp.
- Theo đó, giá cổ phiếu DCM được xác định theo phương pháp P/E là 44.913 đ/cp.

#### **Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:**

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm là 2,7%. Phần bù rủi ro thị trường là 9,00% (theo Damodaran tháng 1/2024). Beta là 1,09 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 11,66%.
- Giá theo phương pháp FCFF là 34.811 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	2,70%
Phần bù rủi ro thị trường	9,00%
Beta	1,09
WACC	11,66%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

#### **Kết quả định giá:**

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFF	34.811	50%
- P/E	44.913	50%
<b>Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>39.862</b>

*Nguồn: ABS Research*

**Khuyến nghị:** Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 39.900 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +3,4% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu DCM.

#### **Rủi ro:**

- ✓ Rủi ro giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh hơn dự báo của chúng tôi.
- ✓ Giá bán phân bón có thể sụt giảm do những động thái tăng xuất khẩu của các quốc gia lớn.

#### **Cơ hội:**

- ✓ Giá phân bón tăng mạnh hơn dự báo của chúng tôi do những yếu tố thắt chặt nguồn cung từ các quốc gia lớn, căng thẳng địa chính trị làm gián đoạn nguồn cung.
- ✓ Giá nguyên liệu giảm mạnh hơn dự báo của chúng tôi.
- ✓ Nếu sửa đổi Luật Thuế Giá trị gia tăng được thông qua và phân bón được đưa vào diện chịu thuế 5% thì lợi nhuận năm 2025 có thể tăng lên so với dự phóng của chúng tôi.

## PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	15.925	12.571	13.950	14.973
Giá vốn hàng bán	-10.221	-10.539	-11.074	-12.089
<b>Lợi nhuận gộp</b>	5.703	2.032	2.877	2.884
Doanh thu tài chính	301	577	492	550
Chi phí tài chính	-60	-27	-88	-102
Chi phí bán hàng	-698	-801	-935	-1.003
Chi phí QLDN	-653	-549	-516	-554
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	4.593	1.232	1.829	1.775
Lãi/Lỗ khác	3	22	12	189
Lợi nhuận trước thuế	4.596	1.255	1.841	1.964
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	4.321	1.110	1.731	1.846
<b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>	4.316	1.109	1.729	1.845

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
LCT thuần từ HĐKD	5.732	2.313	2.037	2.621
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-2.385	-1.469	0	0
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	-1.631	-754	-423	-959
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	1.716	90	1.614	1.662
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	428	2.126	2.284	3.898
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	2.143	2.215	3.898	5.561

Chỉ số tài chính	2022	2023	2024F	2025F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	4,04	2,99	2,63	2,51
Khả năng thanh toán nhanh	3,17	2,41	2,11	2,00
Khả năng thanh toán tiền mặt	3,11	2,33	2,00	1,89
Khả năng thanh toán lãi vay	448,34	124,56	34,51	34,50

Cơ cấu vốn	2022	2023	2024F	2025F
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,75	0,65	0,60	0,58
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,25	0,35	0,40	0,42
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,00	0,09	0,14	0,14

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2022	2023	2024F	2025F
Số ngày phải thu	0,5	2,9	9,2	13,3
Số ngày phải trả	32,6	52,3	60,3	66,1
Số ngày tồn kho	80,1	76,9	80,9	99,8

Khả năng sinh lời	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35,8%	16,2%	20,6%	19,3%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	27,3%	5,8%	11,0%	9,6%
Tỷ suất LNST	27,1%	8,8%	12,4%	12,3%
ROE	47,8%	10,8%	16,8%	16,2%
ROA	34,2%	7,6%	10,5%	9,4%
ROIC	46,1%	10,4%	15,6%	15,2%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
<b>+ Tiền và các khoản tương đương tiền</b>	2.126	2.284	3.898	5.561
<b>+ Đầu tư ngắn hạn</b>	6.812	8.242	8.242	8.242
<b>+ Các khoản phải thu ngắn hạn</b>	188	366	715	768
<b>+ Hàng tồn kho</b>	2.283	2.161	2.751	3.305
<b>+ Tài sản ngắn hạn khác</b>	216	452	395	424
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	11.624	13.504	16.002	18.300
<b>+ Các khoản phải thu dài hạn</b>	0	0	0	0
<b>+ Tài sản cố định</b>	2.207	1.600	1.332	1.063
<b>+ Bất động sản đầu tư</b>	0	0	0	0
<b>+ Tài sản dở dang dài hạn</b>	33	88	88	88
<b>+ Đầu tư dài hạn</b>	0	0	0	0
<b>+ Tài sản dài hạn khác</b>	303	45	261	282
<b>Tài sản dài hạn</b>	2.543	1.733	1.681	1.432
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>14.167</b>	<b>15.238</b>	<b>17.683</b>	<b>19.732</b>
<b>+ Vay ngắn hạn</b>	3	846	1.342	1.442
<b>+ Nợ ngắn hạn khác</b>	2.872	3.671	4.739	5.846
<b>Nợ ngắn hạn</b>	2.874	4.517	6.081	7.288
<b>+ Vay dài hạn</b>	1	3	143	143
<b>+ Các khoản phải trả dài hạn khác</b>	686	754	848	926
<b>Nợ dài hạn</b>	687	757	991	1.069
<b>Tổng nợ phải trả</b>	3.561	5.275	7.072	8.356
<b>+ Vốn cổ phần</b>	5.294	5.294	5.294	5.294
<b>+ Thặng dư vốn cổ phần</b>	0	0	0	0
<b>+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối</b>	3.018	2.045	2.660	3.422
<b>+ Quỹ khác</b>	2.293	2.625	2.657	2.659
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	10.605	9.963	10.611	11.375
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>14.167</b>	<b>15.238</b>	<b>17.683</b>	<b>19.732</b>

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	61,3%	-21,1%	11,0%	7,3%
Tăng trưởng LNNT	133,3%	-72,5%	49,9%	6,7%
Tăng trưởng LNST	136,6%	-74,3%	55,9%	6,7%
Tăng trưởng VCSH	41,8%	-6,1%	6,5%	7,2%
Tăng trưởng Tổng tài sản	28,0%	7,6%	16,0%	11,6%

Định giá (lần)	2022	2023	2024F	2025F
P/E	3,0	17,1	11,8	11,1
P/B	1,1	1,6	1,9	1,8
EPS (VND/CP)	7.701	1.797	3.267	3.485
BVPS (VND/CP)	19.978	18.768	19.989	21.429

Nguồn: DCM, ABS Research

# KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

## Nguyên tắc khuyến nghị

<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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.

## Thông tin liên hệ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: [www.abs.vn](http://www.abs.vn)

### Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: [abs-research@abs.vn](mailto:abs-research@abs.vn)

#### Dầu khí, Điện, Hóa chất

Lê Thị Kim Huế - Phó Giám đốc

Email: [hue.lethikim@abs.vn](mailto:hue.lethikim@abs.vn)

#### Vĩ mô, Tài chính

Nguyễn Xuân Hải - Chuyên viên

Email: [hai.nguyenxuan@abs.vn](mailto:hai.nguyenxuan@abs.vn)

#### Hàng và Dịch vụ công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: [duyen.nguyenthiky@abs.vn](mailto:duyen.nguyenthiky@abs.vn)

#### Hàng tiêu dùng, Bán lẻ

Kiều Thị Thanh Thư - Chuyên viên

Email: [thu.kieuthithanh@abs.vn](mailto:thu.kieuthithanh@abs.vn)

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: [linh.ngthithuy@abs.vn](mailto:linh.ngthithuy@abs.vn)

#### PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: [luu.dangxuan@abs.vn](mailto:luu.dangxuan@abs.vn)

#### Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: [truong.phamhong@abs.vn](mailto:truong.phamhong@abs.vn)

#### Hàng xuất khẩu, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: [anh.buiminhh@abs.vn](mailto:anh.buiminhh@abs.vn)