

# MUA

Giá mục tiêu 2024:

43.000 VND

Upside:

17%

Cập nhật:

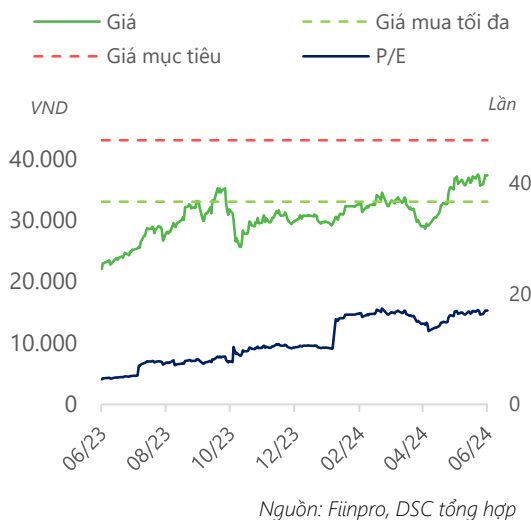
26/6/2024

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** (1) Giá U-rê đã tăng 22% kể từ tháng 5, (2) Thị phần tại Tây Nguyên và Đông Nam Bộ tăng, và (3) Chi phí khấu hao nhà máy NPK giảm cùng luật sửa đổi thuế VAT sẽ hỗ trợ tăng lợi nhuận.

**Tiêu cực:** cước vận tải biển neo cao ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu

**Rủi ro đầu tư:** Giá khí đầu vào của DCM tăng cao hơn dự kiến trong trường hợp phải nâng tỷ lệ mua khí từ Petronas.



## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Phân bón
Giá hiện tại (VND)	36.800
Vốn hóa (Tỷ VND)	19.482
Số lượng CPLH (Triệu CP)	529,4
EPS quý gần nhất (VND)	654
P/E (Lần)	16,3
Cao nhất 1 năm	40.640
Thấp nhất 1 năm	23.894

DCM

Đạm Cà Mau

DSC

## KHUYẾN NGHỊ

KQKD 2024 sẽ vượt kế hoạch với doanh thu khoảng 14.560 tỷ VND (+16% YoY) và LNST 1.554 Tỷ VND (+40% YoY) nhờ (1) Thị phần Tây Nguyên và Đông Nam Bộ dự kiến tăng mạnh từ thương vụ mua lại nhà máy KVF, (2) Giá U-rê kì vọng tiếp tục tăng khi nguồn cung thắt chặt, và (3) Các yếu tố chi phí khấu hao giảm, tỷ trọng khí tự nhiên nội địa tăng, và luật thuế VAT sửa đổi sẽ hỗ trợ lợi nhuận tăng.

Do cổ phiếu đang giao dịch ở vùng P/E cao lịch sử, nhà đầu tư chỉ nên cân nhắc giải ngân ở vị thế an toàn quanh vùng giá 33.500-34.500 VND/cp

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Chính thức bước vào chu kỳ tăng giá U-rê

Giá U-rê đã tăng 22% kể từ đầu tháng do nhu cầu tăng khi chi phí khí tự nhiên tăng theo giá dầu, cộng hưởng với việc gia hạn lệnh ngừng/hạn chế xuất khẩu từ phía Trung Quốc và Nga. Theo đó, chúng tôi nâng kỳ vọng giá Urê bình quân nửa cuối năm 2024 sẽ cao hơn 5-8% so với hiện tại nhờ: (1) Giá khí đốt sẽ còn neo cao theo giá dầu khí và căng thẳng địa chính trị; (2) Trung Quốc khó có thể xuất khẩu lại trong năm nay do điều kiện thời tiết cực đoan (3) Nguồn cung Urê giảm do trở ngại trong mở rộng sản xuất có thể kéo dài tới 2027.

### LNST dự kiến bật tăng lên mức cao mới

Dự thảo thuế VAT sửa đổi dự kiến thông qua sẽ đưa nhóm Phân Bón vào diện chịu thuế 5%, kỳ vọng giúp DCM tăng khoảng 30% lợi nhuận nhờ được khấu trừ chi phí đầu vào. Ngoài ra, chúng tôi kì vọng lợi nhuận của DCM sẽ tiếp tục cải thiện nhờ (1) hiện tượng El Nino suy yếu kì vọng sẽ giảm huy động điện khí và (2) việc Việt Nam tìm được thêm mỏ dầu khí mới sẽ giải quyết vấn đề thiếu khí tự nhiên của PVN và DCM có thể giảm tỷ trọng khí từ Petronas trong năm 2024.

### Tăng trưởng doanh thu từ các thị trường mới

DCM dự kiến gia tăng sản lượng tiêu thụ NPK nhờ thị trường Tây Nguyên và Đông Nam Bộ, qua đó dự kiến đầu tư 1.500 tỷ để mở rộng cơ sở hạ tầng xung quanh các khu vực này trong năm 2024. Nước đi này là chiến lược bền vững để DCM đa dạng hóa danh mục của mình và phòng tránh rủi ro biến động giá theo chu kỳ của sản phẩm U-rê.

## TỔNG QUAN

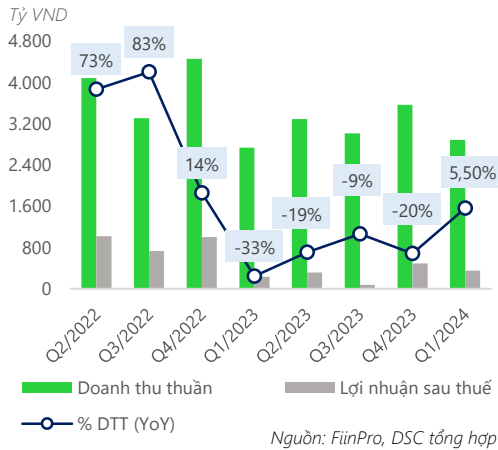
DCM là một trong hai doanh nghiệp sản xuất U-rê hàng đầu, chiếm thị phần tới 60% tại Đồng Bằng Sông Cửu Long. So với DPM, DCM có ưu thế hơn về tỷ trọng và thị trường xuất khẩu, phân bố tại thị trường Đông Nam Á, Mỹ Latin. Hiện tại doanh nghiệp đang nỗ lực mở rộng thị phần phân NPK tại thủ phủ cây công nghiệp xuất khẩu Việt Nam-Tây Nguyên và Đông Nam Bộ.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

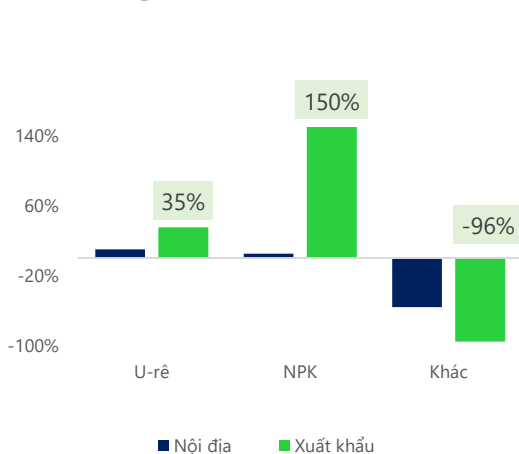
### Gam màu tích cực đổ bộ

Quý 1/2024, DCM có doanh thu thuần đạt 2.885 tỷ VND (+5,5% YoY) và đạt LNST 350 tỷ VND (+52% YoY) và lần lượt đạt 24% và 44% kế hoạch kinh doanh năm 2024. KQKD tích cực đến từ: (1) giá bán và sản lượng xuất khẩu Q1/2024 của mảng Urê phục hồi (+10% QoQ), phản ánh việc các đơn hàng đầu tiên sang thị trường Úc và New Zealand; (2) Lợi nhuận tài chính tiếp tục là bệ đỡ (+10% QoQ); và (3) chi phí khấu hao từ nhà máy NPK giảm đáng kể (-86% QoQ). DCM có khả năng sẽ vượt kế hoạch kinh doanh đề ra trong năm nay nhờ giá bán Urê phục hồi và tiếp tục tăng trưởng thị phần nội địa.

### KẾT QUẢ KINH DOANH



### KQKD THEO SẢN PHẨM



### NPK trở thành một mũi nhọn mới

Xét theo từng mặt hàng, có thể thấy rằng DCM đang có một nước đi tương đối táo bạo. NPK là sản phẩm chỉ mới được đi vào sản xuất từ 2 năm gần đây nhưng lại đang được doanh nghiệp này chú trọng đầu tư mở rộng thị phần cả nội địa và xuất khẩu. Đặc biệt, 5T đầu năm 2024 chứng kiến xuất khẩu NPK tăng 150% so với cùng kỳ. Điều này phản ánh chiến lược lấy NPK là đòn bẩy cho các hoạt động kinh doanh khác trong bối cảnh U-rê vẫn trong chu kỳ hồi phục. Theo đó, DSC kỳ vọng doanh thu của DCM còn dư địa tăng mạnh trong nửa cuối năm 2024 nhờ lực đẩy kép từ: (1) Nhà máy KVF đã hoạt động và sẽ hỗ trợ tăng trưởng thị phần NPK tại Tây Nguyên và Đông Nam Bộ thông qua kênh phân phối sẵn có, (2) Triển vọng phục hồi của thị trường U-rê.

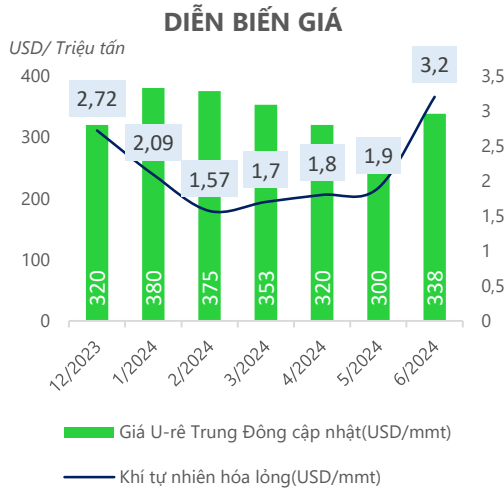
### Chỉ tiêu tài chính (Đơn vị: Tỷ VND)

Nguồn: DSC tổng hợp và ước tính, Fiinpro

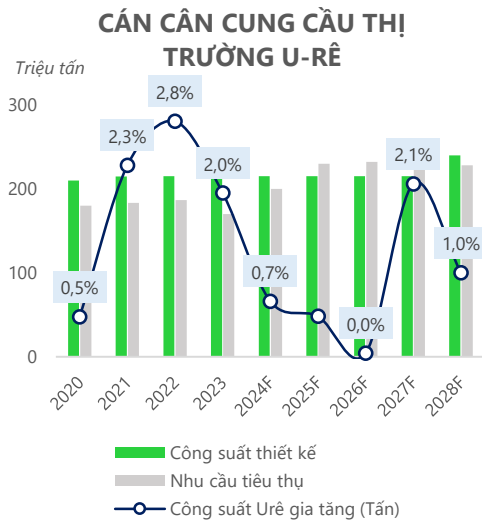
Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
<b>Doanh thu</b>	6.689	7.043	7.561	9.870	15.925	12.571	14.560
Tăng trưởng (%YoY)		5%	7%	31%	61%	-21%	16%
<b>LNST</b>	659,06	427,72	662,45	1.826,12	4.321,08	1.110,14	1.554
Tăng trưởng (%YoY)		-35%	55%	176%	137%	-74%	40%
<b>EPS (Nghìn VND)</b>	1.114	595	1.017	3.073	7.701	1.797	2.938
Tăng trưởng (%YoY)		-47%	71%	202%	151%	-77%	63%
<b>BLN Gộp</b>	21%	14%	17%	28%	36%	16%	28%

## LUẬN ĐIỂM 1:

### CHÍNH THỨC BƯỚC VÀO CHU KỲ TĂNG GIÁ U-RÊ



Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp



Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp

# DCM

Đạm Cà Mau

DSC

#### Cán cân cung cầu đang hỗ trợ đẩy giá U-rê

Giá U-rê Trung Đông đã tăng 15% kể từ tháng 5/2024 do: (1) Vấn đề nguồn cung khí tự nhiên trầm trọng hơn đáng kể khi hạn hán kéo dài do El Nino làm đình trệ hoạt động khai thác và sản xuất tại EU và các khu vực Trung Đông, (2) Nhu cầu tiêu thụ U-rê hồi phục trước các vụ gieo hạt Hè-Thu sắp tới, và (3) Trung Quốc và Nga tiếp tục gia hạn lệnh ngừng xuất khẩu/hạn ngạch xuất khẩu phân bón làm U-rê thêm khan hiếm. DSC kỳ vọng giá U-rê còn có dư địa tăng khi nguồn cung khí tự nhiên sẽ thắt chặt hơn trong giai đoạn nửa cuối năm 2024 do căng thẳng địa chính trị và giá dầu dự kiến neo ở mức cao.

#### Công suất thiết kế U-rê thế giới đạt đỉnh năm 2025

Theo số liệu của Hiệp hội phân bón thế giới, công suất thiết kế của ngành U-rê sẽ chưa thể gia tăng trong giai đoạn 2025-2027 do việc đầu tư dây chuyền tốn ít nhất 2 năm để đưa vào vận hành và hiện tại chưa có báo cáo về các dự án xây mới. Trên quan điểm đó, công suất thiết kế dự kiến sẽ đạt đỉnh vào năm 2025, càng trầm trọng hơn vấn đề suy giảm nguồn cung khí cộng hưởng với vấn đề thiếu nguồn cung khí tự nhiên (nguyên liệu đầu vào cho ~70% sản lượng U-rê thế giới) dự báo trầm trọng hơn từ cuối năm 2024 do thiếu các dự án đầu tư mở rộng mới. Mặc dù không thể quay lại mức giá cao năm 2022, chúng tôi nhận định giá U-rê vẫn còn có dư địa tăng khoảng 20% so với hiện tại cho đến hết năm 2025.

#### Trung Quốc chưa thể tác động đáng kể lên thị trường

Chúng tôi xác định hai kịch bản: (1) Trung Quốc có thể quay lại xuất khẩu từ cuối Q3 năm nay sau khi đảm bảo nguồn cung cho vụ gieo mùa mưa. Tuy nhiên, sản lượng sẽ chưa thể quá đáng kể ở mức khoảng 7 triệu tấn (tương đương với mức quota hiện tại cho phân bón DAP,MAP), và (2) Trung Quốc sẽ dừng xuất khẩu cho đến hết năm do ảnh hưởng của biến đổi khí hậu khiến mùa mưa của nước này trở nên cực đoan hơn, dựa theo dự báo chu kỳ ENSO tích hợp ảnh hưởng của biến đổi khí hậu. Trong cả hai trường hợp, chúng tôi đánh giá tác động của Trung Quốc lên thị trường U-rê sẽ không đủ để ảnh hưởng đến triển vọng tăng giá U-rê.

LUẬN ĐIỂM 2:

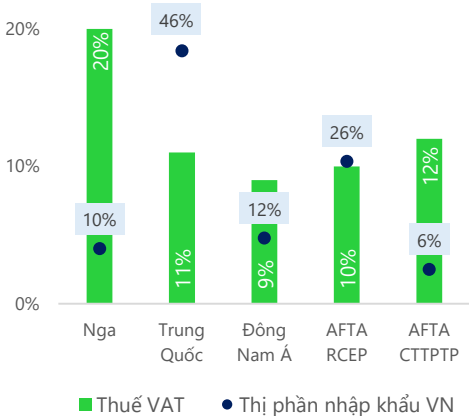
LNST DỰ KIẾN BẬT TĂNG LÊN MỨC CAO MỚI

DCM

Đạm Cà Mau

DSC

THUẾ VAT CÁC NƯỚC



Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp

Thuế VAT-Lịch sử lặp lại

Thực tế việc áp thuế VAT cho ngành phân bón không mới, và chính phủ đã có tiền lệ cho vấn đề này từ trước năm 2014. Hiện tại, thực trạng ngành phân bón Việt Nam đã cho thấy sự bất cập của chính sách thuế 0%, khi thị phần trong nước bị cạnh tranh bởi phân bón từ Nga và Trung Quốc với chất lượng tương đồng nhưng lại có lợi thế cạnh tranh về giá hơn nhờ chính sách VAT và một số quyền lợi miễn giảm thuế nhập khẩu. Hệ quả là Việt Nam thừa đến 10% công suất phân bón hàng năm. Trên hiện trạng đó, chúng tôi đánh giá khả năng đạo luật thuế VAT được thông qua và có hiệu lực từ 2025 là tương đối cao.

Bảng: Ước tính tác động của luật thuế VAT sửa đổi

Nguồn: DSC tổng hợp & Ước tính

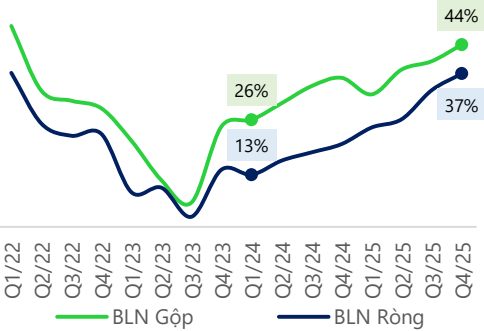
Công ty	Đầu vào		Đầu ra		Hoàn thuế dự kiến	%▲ BLNG
	Nguyên liệu	VAT	Sản phẩm	VAT		
DCM	Khí thiên nhiên U-rê/DAP/SA/Kali	10%	U-rê NPK	5%	~250-270 tỷ VND/năm	▲ 8%
DPM	Khí thiên nhiên Apatit, Lưu huỳnh U-rê/DAP/SA/Kali		U-rê Phân Lân NPK		~300 tỷ VND/năm	▲ 10%
	LAS		Quặng Apatit			
SFG	Lưu huỳnh		NPK		~22 tỷ VND/năm	▲ 9%
VAF	U-rê/DAP/SA/Kali				~28 tỷ VND/năm	
BFC	U-rê/DAP/SA/Kali		NPK		~14 tỷ VND/năm	▲ 9%

Ghi chú:

(1) Cơ chế thuế VAT: Thuế phải nộp=Thuế VAT đầu ra-Thuế VAT đầu vào (thuế VAT đầu vào được khấu trừ trong gần như mọi trường hợp). Khi mặt hàng phân bón không được chịu thuế thì khoản thuế đầu ra không còn và doanh nghiệp hấp thụ toàn bộ VAT đầu vào.

(2) Mức hoàn thuế được ước tính dựa trên nguyên liệu đầu vào và thuế VAT quy định. DCM có mức hoàn thuế thấp hơn so với DPM do danh mục sản phẩm tập trung hơn cùng lợi thế làm chủ nguyên liệu đầu vào sản xuất U-rê (khí từ PVN) và NPK (công nghệ U-rê nóng chảy)

BIÊN LỢI NHUẬN GỘP VÀ RÒNG



Nguồn: FiinPro, DSC ước tính

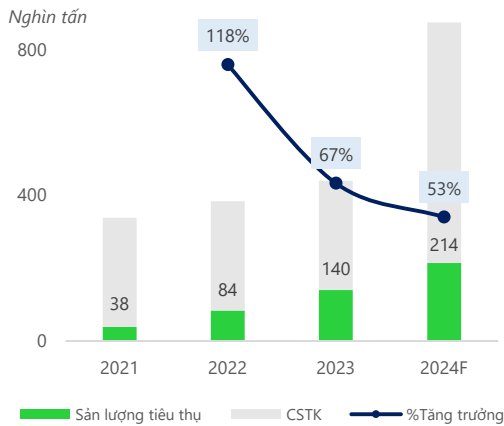
Lợi nhuận bật tăng trong ngắn hạn

Ngoài việc hưởng lợi từ luật mới, chúng tôi nhận định lợi nhuận của DCM sẽ còn tiếp tục gia tăng từ đây Q4/2023 nhờ: (1) Khí hậu Việt Nam dự kiến bước dần vào pha La Nina bắt đầu từ tháng 7, giúp giảm huy động điện khí, (2) Vấn đề thiếu khí đầu vào dự kiến sẽ được giải quyết nhờ việc PVN tìm ra thêm và bắt đầu khai thác mỏ dầu với trữ lượng cao thuộc PM3-CAA, và (3) Nhà máy NPK đã hết khấu hao từ đầu năm 2024. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận của DCM có thể tăng khoảng 40-50% so với cùng kỳ.

### LUẬN ĐIỂM 3:

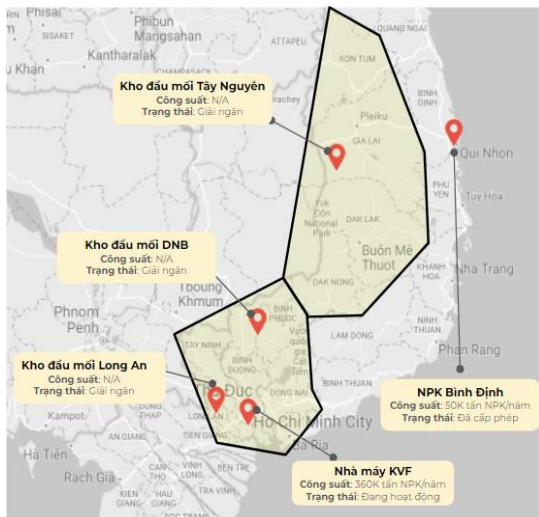
## TĂNG TRƯỞNG DOANH THU TỪ CÁC THỊ TRƯỜNG MỚI

### CÔNG SUẤT THIẾT KẾ NPK



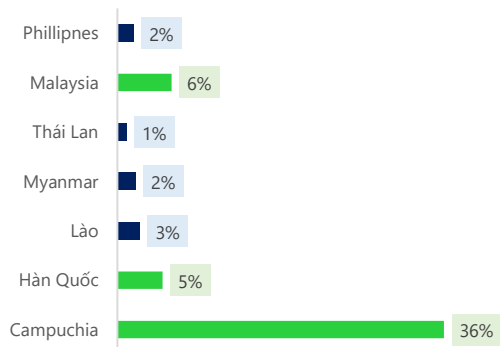
Nguồn: DCM, DSC tổng hợp

### CHUỖI CUNG ỨNG DCM



Nguồn: DCM, DSC tổng hợp

### CƠ CẤU KIM NGẠCH XUẤT KHẨU PHÂN BÓN



Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp

# DCM

Đạm Cà Mau

# DSC

### Mở rộng mảng NPK hỗ trợ chiến lược dài hạn

Chiến lược mục tiêu của DCM trong giai đoạn 2021-2025 là đa dạng hóa sản phẩm, và bước đi quan trọng đầu tiên xuất phát từ mảng NPK của doanh nghiệp- mảng đã có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ trong 3 năm gần đây, kỳ vọng trở thành nguồn doanh thu mới khi thị phần U-rê nội địa đã gần như tối đa.

Đối với sản phẩm NPK, chúng tôi nhận định DCM có tiềm năng thống lĩnh thị trường nội địa nhờ: (1) Lợi thế đầu vào sẵn có từ công nghệ U-rê hóa lỏng giúp giảm chi phí, và (2) Sản phẩm NPK của DCM được phổ biến kèm với những hệ thống hỗ trợ nhà nông đã đạt hiệu quả cao về mặt thương hiệu trong 3 năm vừa qua.

### Kênh phân phối là chìa khóa khai mở thị phần

Với mục tiêu thâm nhập thị trường Tây Nguyên và Đông Nam Bộ, những tiến triển gần đây và kế hoạch đầu tư của DCM phản ánh một hệ thống phân phối tương đối liền mạch: (1) Thương vụ mua lại nhà máy KVF giúp DCM nâng cao công suất thiết kế gấp đôi và bổ sung mạng lưới phân phối sẵn có trong khu vực Đông Nam Bộ, (2) Nhà máy phân bón NPK Bình Định công suất 50.000 tấn hiện đã bắt đầu khởi công sẽ cung ứng cho các kênh phân phối tại khu vực Tây Nguyên, và (3) Các cụm kho đầu mối tại Tây Nguyên và khu vực Đông Nam Bộ kết nối các tuyến đường quan trọng.

Theo đó, chúng tôi nhận định sản lượng tiêu thụ NPK của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng đều đặn ở mức 40% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ hệ thống phân phối dày đặc này.

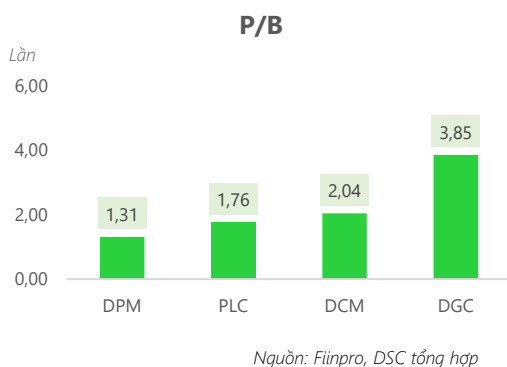
### Mở rộng thị phần trong ASEAN

DSC nhận định DCM cũng có chiến lược mở rộng thị trường xuất khẩu "thức thời" khi nhắm vào những thị trường hiện đang có kim ngạch xuất khẩu tương đối khiêm tốn từ Việt Nam, phản ánh trong kết quả kinh doanh trong Q1 vừa rồi của doanh nghiệp.

Theo đó, đà tăng trưởng sản lượng xuất khẩu NPK sẽ tiếp tục trong giai đoạn 2024-2027 nhờ lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp về (1) những đối tác sẵn có tại các thị trường xuất khẩu, (2) Lợi thế về chi phí sản xuất so với các đối thủ khác nhờ chi phí điện rẻ và kỳ vọng tự chủ 90% về khí tự nhiên năm 2024 trong bối cảnh chi phí khí đầu vào sẽ neo cao.

## DỰ PHÓNG &amp; ĐỊNH GIÁ

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	15.925	12.571	14.560
% DTT (YoY)	61%	-21%	16%
Lợi nhuận gộp	5.703	2.032	4.077
Lợi nhuận sau thuế	4.321	1.110	1.554
% LNST (YoY)	137%	-74%	40%



## Phương pháp P/E

LNST 2024F (Tỷ VND)	1.554
EPS forward 2024 (VND)	2.936
P/E hợp lý (lần)	14,7x
SLCP lưu hành (Triệu CP)	529,400
<b>Giá cổ phiếu cập nhật</b>	<b>VND 43.000</b>
<b>Giá cổ phiếu cũ</b>	<b>VND 40.000</b>

## Dự phóng kết quả kinh doanh

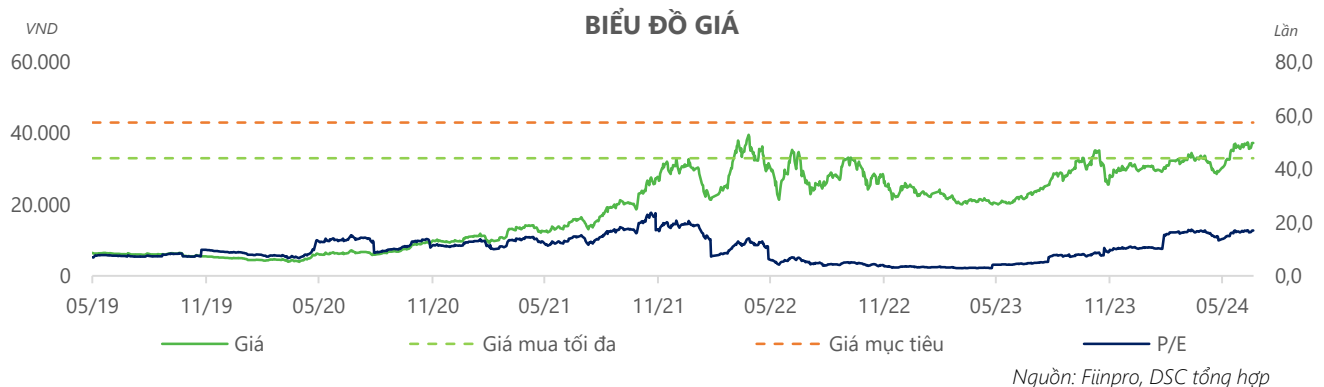
DSC nhận định DCM sẽ vượt kế hoạch kinh doanh 2024 với những triển vọng của doanh nghiệp từ: (1) Giá bán U-rê tiếp tục chu kỳ tăng từ nửa sau năm 2024 với ước tính tăng khoảng 5-8% so với hiện tại, (2) Triển vọng trong việc mở rộng thị phần NPK nội địa và xuất khẩu trong nhóm ASEAN, và (3) Các yếu tố như khấu hao nhà máy giảm, luật thuế VAT sửa đổi và giảm rủi ro về giá khí đầu vào sẽ giúp lợi nhuận ròng của doanh nghiệp tăng khoảng 35-40% so với cùng kỳ.

Cụ thể, doanh thu ước tính đạt 14.560 tỷ VND (+16% YoY) và LNST đạt 1.554 tỷ (+40% YoY), vượt khoảng 16% kế hoạch kinh doanh năm 2024.

## Định giá

Ở thời điểm hiện tại P/E xấp xỉ 16,33 lần, cao hơn trung bình 5 năm (9,5 lần), P/B 2,04 lần cao hơn trung bình 5 năm (1,39 lần), có thể thấy ở thời điểm hiện tại cổ phiếu DCM là chưa đủ rẻ. Mặc dù vậy, do hóa chất là ngành mang tính chu kỳ cao nên việc P/E, P/B tương đối cao trong chu kỳ hồi phục là chuyện khá bình thường và có thể là tín hiệu tốt khi các chỉ số trên tạo đỉnh.

Sử dụng phương pháp định giá P/E, với EPS forward 2.936 VND/cp và mức P/E hợp lý là 14,7 lần, chúng tôi nâng giá mục tiêu của DCM lên 43.000 VND/cổ phiếu so với báo cáo cập nhật gần nhất do triển vọng tăng giá rõ ràng hơn của thị trường U-rê.



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

### Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

### Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

### Nguyễn Vũ Thái Sơn,

Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn