

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

Ngành

Phân bón

TĂNG TRƯỞNG TRÊN NỀN LỢI NHUẬN CAO HƠN

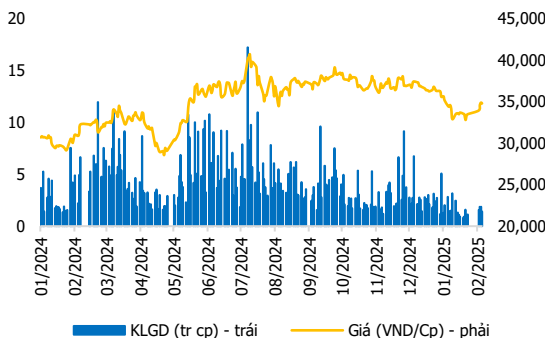
KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	40,300
Giá hiện tại	34,650
Thay đổi	+16.31%
Ngày	07/02/2025

Một số chỉ tiêu chính	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	13,456	14,439
LN gộp (tỷ VND)	2,385	2,855
EBIT (tỷ VND)	1,493	1,581
LN ròng (VND)	1,341	1,397
Tăng trưởng LNR (%)	21%	4%
EPS (VND)	2,534	2,640
Tăng trưởng EPS (%)	21%	4%
BVPS (VND)	19,112	19,751
ROE (%)	13.4%	13.6%
ROA (%)	8.7%	8.7%

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

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2024: Năm 2024, Đạm Cà Mau ghi nhận doanh thu thuần đạt 13,456 tỷ đồng (+7% YoY) được thúc đẩy chủ yếu bởi doanh thu mảng NPK (+62% YoY) bù đắp cho sự sụt giảm doanh thu (-7% YoY) của mảng Urê. Bên cạnh đó, việc ghi nhận khoản lãi trị giá 168 tỷ đồng từ thương vụ hợp nhất KVF cùng chi phí khấu hao giảm mạnh 74% YoY, hỗ trợ lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 20.8% YoY đạt 1,341 tỷ đồng. Năm 2025, DCM đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng với tổng doanh thu đạt 13,983 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 774 tỷ đồng. Theo Ban lãnh đạo, kế hoạch trên chưa bao gồm doanh thu hoạt động tài chính và tác động của luật thuế VAT mới.

Mảng phân Urê - Biên gộp tăng trưởng trên nền lợi nhuận cao hơn. Biên gộp mảng Urê đạt 27% năm 2024, tăng 4 điểm phần trăm so với giai đoạn 2016 – 2020 nhờ nhà máy đạm Cà Mau hết khấu hao. Sau khi thiết lập mặt bằng mới động lực tăng trưởng lợi nhuận đến từ: (1) Hưởng lợi từ Luật VAT sửa đổi. Theo ban lãnh đạo khi áp dụng Luật thuế VAT 5% đối với phân bón, doanh nghiệp có thể tiết giảm được 3.8% giá vốn hàng bán, tương ứng khoảng 421 tỷ đồng dựa trên số liệu năm 2024; (2) Giá khí đầu vào kỳ vọng giảm. Năm 2025, Bloomberg dự báo giá dầu Brent duy trì quanh mốc 70 – 75 USD, giảm 11% YoY. Theo đó, giá khí đầu vào neo theo giá dầu ước tính khoảng 8.7 USD/MMBTU (-9% YoY).

Đẩy mạnh kinh doanh mảng NPK, tạo động lực tăng trưởng doanh thu. Nhờ sáp nhập nhà máy phân bón Hàn Việt (KVF), doanh thu NPK năm 2024 tăng trưởng ấn tượng 62% YoY, đạt 2,716 tỷ đồng, trong đó KVF đóng góp 25,5%. Năm 2025, công ty đặt kế hoạch kinh doanh 340,000 tấn NPK (+41% YoY) trên cơ sở KVF đi vào hoạt động ổn định, mang về lợi nhuận với sản lượng tiêu thụ đạt 120,000 tấn (+32% YoY). Đồng thời, để hiện thực hóa mục tiêu thâm nhập sâu rộng tại thị trường Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên (nơi có nhu cầu tiêu thụ NPK cao hàng đầu cả nước), doanh nghiệp đã triển khai xây dựng Nhà máy phân bón Cà Mau - Cơ sở Bình Định (công suất 50,000 tấn NPK hỗn hợp/năm), dự kiến đưa hạng mục kho chứa 14,296 m2 vào hoạt động đầu năm 2025 và toàn bộ công trình vào vận hành vào Quý IV/2025.

Thị trường phân bón trong nước năm 2025 dự báo tiếp tục tăng trưởng ổn định. Theo Modor Intelligence, thị trường phân bón Việt Nam dự báo tăng trưởng CAGR 3.38% giai đoạn 2024-2030. Động lực tăng trưởng năm 2025 đến từ: (1) Thời tiết thuận lợi hơn khi hiện tượng La Nina sẽ dần chuyển sang trung tính vào giữa năm 2025 hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ phân bón trong vụ mùa Hè -Thu và Đông-Xuân niên vụ 2025-2026 (2) Luật Thuế VAT 5% giúp phân bón nội địa cạnh tranh hơn, hỗ trợ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ.

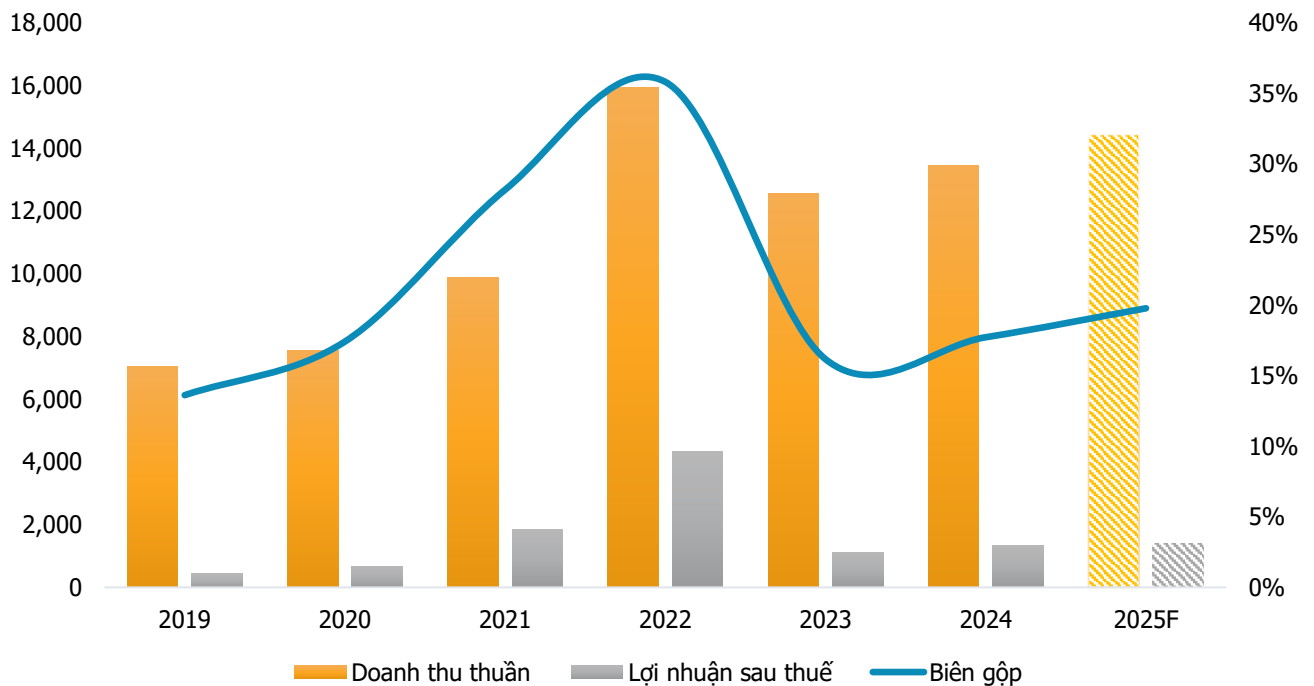
Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2025 của DCM là 14,439 tỷ đồng (+7.3% YoY) và 1,397 tỷ đồng (+4.2% YoY). **Định giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu DCM ở mức 40,300 đồng/cp** (+16.31% so với giá đóng cửa ngày 07/02/2025).

Duy trì khuyến nghị **MUA** dựa trên định giá và các động lực tăng trưởng: (1) Chi phí sản xuất kinh doanh được tiết giảm nhờ 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.

❖ Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2024

Năm 2024, Đạm Cà Mau ghi nhận doanh thu thuần đạt 13,456 tỷ đồng (+7% YoY) được thúc đẩy chủ yếu bởi doanh thu mảng NPK đạt 2,716 tỷ đồng (+62% YoY) bù đắp cho sự sụt giảm doanh thu (-7% YoY) của mảng Urê. Bên cạnh đó, việc ghi nhận khoản lãi trị giá 168 tỷ đồng từ thương vụ hợp nhất KVF cùng chi phí khấu hao giảm mạnh 74% YoY, hỗ trợ lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 20.8% YoY đạt 1,341 tỷ đồng. Với kết quả trên, DCM đã hoàn thành 98.9% và vượt 17.2% kế hoạch điều chỉnh về doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2024. Bước sang năm 2025, DCM đặt kế hoạch kinh doanh tương đối thận trọng với tổng doanh thu đạt 13,983 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 774 tỷ đồng. Theo Ban lãnh đạo, kế hoạch trên chưa bao gồm doanh thu hoạt động tài chính và tác động của luật thuế VAT 5% đối với phân bón.

Kết quả kinh doanh của DCM (tỷ đồng)



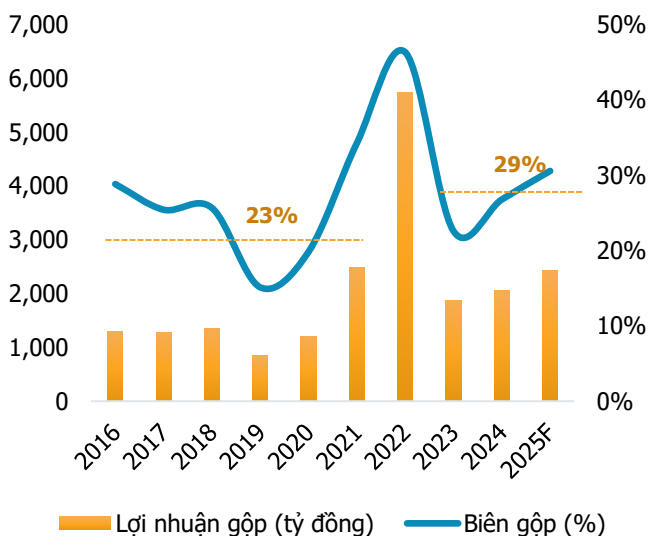
❖ Mảng phân Urê – Biên gộp tăng trưởng trên nền lợi nhuận cao hơn

Biên gộp mảng Urê đạt 27% năm 2024, tăng 4 điểm phần trăm so với giai đoạn 2016 – 2020 nhờ nhà máy đạm Cà Mau hết khấu hao. Sau khi thiết lập mặt bằng mới động lực tăng trưởng lợi nhuận đến từ:

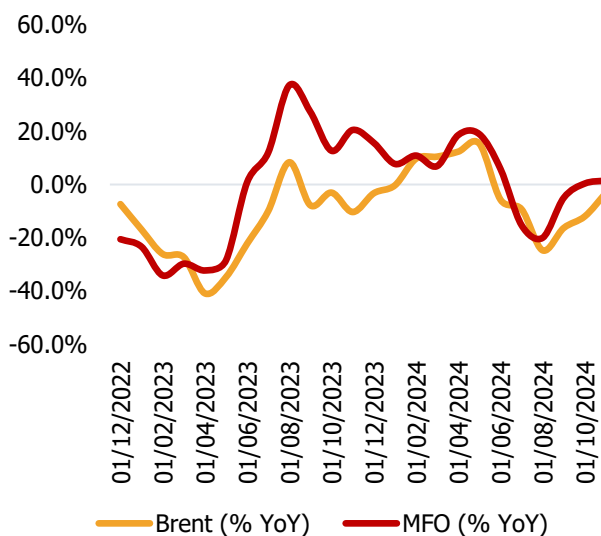
(1) Hưởng lợi từ Luật VAT sửa đổi: Việc đưa phân bón từ diện không chịu thuế VAT sang diện chịu thuế VAT 5% có thể giúp DCM được hoàn thuế VAT và giảm chi phí đầu vào so với các năm trước. Theo ban lãnh đạo khi áp dụng luật thuế mới, doanh nghiệp có thể tiết giảm được 3.8% giá vốn hàng bán, tương ứng khoảng 421 tỷ đồng dựa trên số liệu năm 2024.

(2) Giá khí đầu vào kỳ vọng giảm thúc đẩy biên lợi nhuận gộp tăng trưởng. Giá dầu Brent và dầu MFO bình quân năm 2024 lần lượt đạt 80 USD/tấn (-2.98% YoY) và 459 USD/tấn (+2.82% YoY). Năm 2025, Bloomberg dự báo giá dầu Brent duy trì quanh mức 70 – 75 USD, giảm 11% so với năm 2024. Theo đó, giá khí đầu vào neo theo giá dầu ước tính khoảng 8.7 USD/MMBTU, giảm 9% so với năm 2024.

Biên gộp mảng Urê của DCM



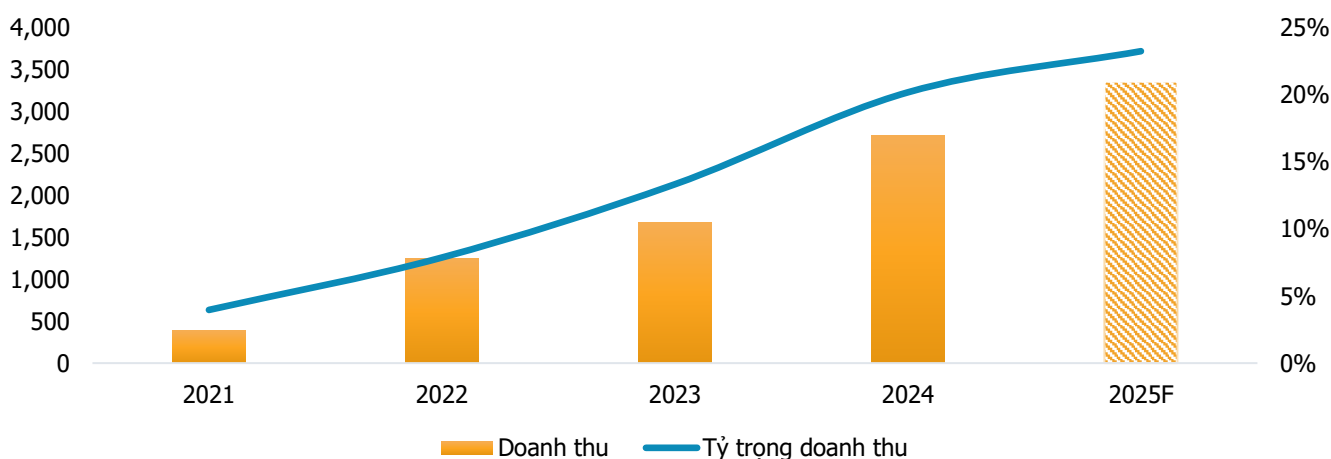
Diễn biến giá dầu theo tháng



❖ **Đẩy mạnh kinh doanh mảng NPK, tạo động lực tăng trưởng doanh thu**

Thông qua việc sáp nhập nhà máy phân bón Hàn Việt (KVF), Đạm Cà Mau đã mở rộng thị trường hiệu quả tại khu vực Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên (nơi có nhu cầu tiêu thụ phân NPK cao hàng đầu cả nước). Kết quả, doanh thu mảng NPK năm 2024 của doanh nghiệp tăng trưởng vượt trội 62% YoY đạt 2,716 tỷ đồng, trong đó KVF đóng góp 25.5% cơ cấu doanh thu. Bước sang năm 2025, doanh nghiệp đặt mục tiêu sản lượng tiêu thụ NPK đạt 340,000 tấn (+41% YoY) trên cơ sở nhà máy phân bón Hàn Việt đi vào hoạt động ổn định, mang về lợi nhuận với sản lượng tiêu thụ kế hoạch đạt 120,000 tấn (+32% YoY). Bên cạnh đó, doanh nghiệp đang triển khai xây dựng Nhà máy sản xuất phân bón Cà Mau -Cơ sở Bình Định có công suất 50,000 tấn NPK hỗn hợp/năm, dự kiến đưa hạng mục kho chứa 14,296 m2 vào hoạt động đầu năm 2025 và toàn bộ công trình vào vận hành vào Quý IV/2025.

Doanh thu mảng NPK và tỷ trọng trong cơ cấu tổng doanh thu DCM (Tỷ đồng)

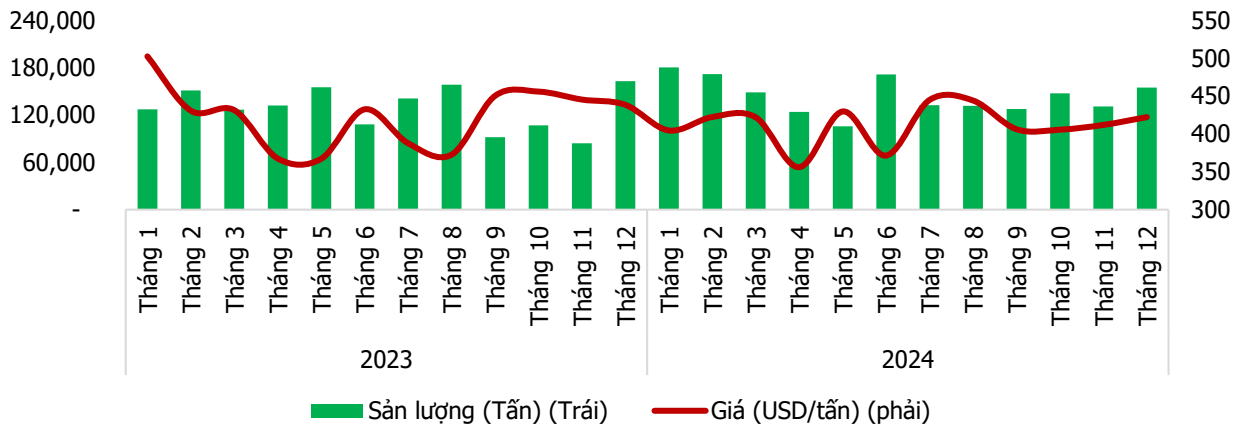


❖ **Thị trường phân bón trong nước năm 2025 dự báo tiếp tục tăng trưởng ổn định**

Xuất khẩu phân bón hồi phục

Theo số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan, trong năm 2024, cả nước xuất khẩu gần 1.73 triệu tấn phân bón các loại, tương đương trên 709.91 triệu USD, giá trung bình 411.1 USD/tấn; tăng 11.7% về khối lượng, tăng 9.4% về kim ngạch, nhưng giảm 2% về giá so với năm 2023. Hiệp hội Phân bón thế giới (IFA) dự báo xuất khẩu phân bón sẽ phục hồi, đặc biệt tại các thị trường truyền thống như Campuchia, Hàn Quốc. Đồng thời, Việt Nam cũng đang mở rộng thị trường sang châu Âu, nơi có các tiêu chuẩn về chất lượng sản phẩm cao hơn.

Xuất khẩu phân bón của Việt Nam giai đoạn 2023 - 2024

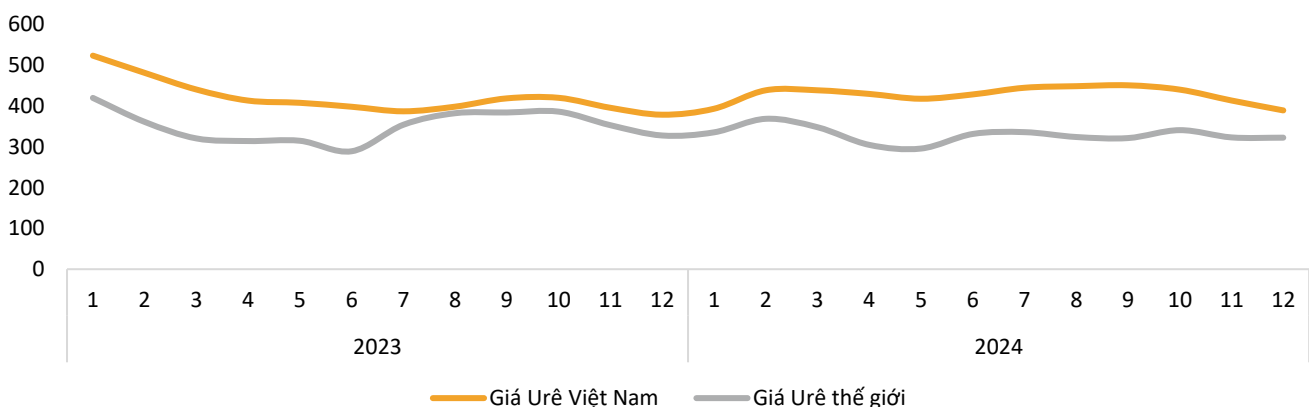


Nguồn: Tổng cục hải quan, PSI tổng hợp

Giá phân bón biến động trong biên độ hẹp, bám sát xu hướng thế giới

Giá Urê nội địa biến động cùng pha với giá Urê thế giới song mặt bằng giá hiện cao hơn 10 -13% so với giá Urê thế giới đạt khoảng 9,500–10,500 đồng/kg trong giai đoạn 2023-2024. Theo các chuyên gia, giá phân bón trên thị trường Việt Nam năm 2025 vẫn chịu tác động từ yếu tố quốc tế, nhưng được kỳ vọng sẽ ổn định hơn so với năm 2024. Tổng cung dự kiến đạt khoảng 11.5 - 12 triệu tấn, trong khi nhu cầu tiêu thụ ước tính ở mức 10 – 10.5 triệu tấn.

Diễn biến giá Urê trong nước đồng pha với giá Urê thế giới (USD/Tấn)



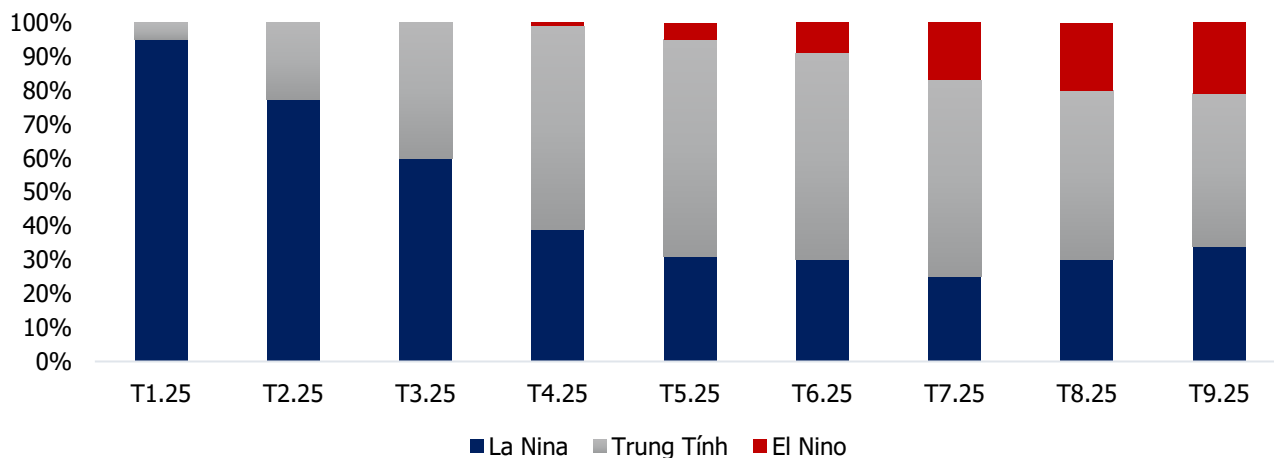
Nguồn: Agromonitor, Argus, PSI tổng hợp

Theo Modor Intelligence, thị trường Phân bón Việt Nam ước tính đạt 4.20 tỷ USD vào năm 2030, tăng trưởng với tốc độ CAGR là 3.38% trong giai đoạn dự báo (2024-2030). Năm 2025, triển vọng thị trường phân bón dựa trên (1)

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 dần chuyển sang trạng thái trung tính vào giữa năm 2025 hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ phân bón trong vụ mùa Hè -Thu và Đông - Xuân trong niên vụ 2025 - 2026. (2) Luật thuế VAT 5% với phân bón chính thức được thông qua và có hiệu lực từ ngày

1/7/2025 giúp tăng tính cạnh tranh với phân bón nhập khẩu từ đó hỗ trợ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. Cụ thể, các doanh nghiệp có dư địa giảm giá bán phân bón nội địa nhờ giá thành giảm, đồng thời giá bán phân bón nhập khẩu có thể tăng thêm 5%.

Dự báo xác suất các pha ENSO



Nguồn: NOAA, PSI tổng hợp

Chúng tôi dự báo triển vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2025 của DCM là 14,439 tỷ đồng (+7.3% YoY) và 1,397 tỷ đồng (+4.2% YoY) dựa trên các giả định chính dưới đây:

- (1) Giá khí đầu vào ước tính khoảng 8.7 USD/MMBTU, giảm 9% so với năm 2024
- (2) Sản lượng tiêu thụ mảng Urê kỳ vọng đạt 835,000 tấn với giá bán khoảng 9,500 đồng/kg
- (3) Sản lượng tiêu thụ mảng NPK kỳ vọng đạt 300,000 tấn nhờ chiến lược mở rộng ở các thị trường Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên với giá bán NPK đi ngang để tăng mức độ nhận diện thương hiệu NPK Cà Mau.

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%	40,767
Phương pháp hệ số (P/E)	50%	39,834
Tổng hợp kết quả định giá		40,300

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 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 **40,300 đồng/cp** (+16.31% so với giá đóng cửa ngày 07/02/2025).

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	12,571	13,456	14,439
Giá vốn hàng bán	(10,539)	(11,071)	(11,584)
Lợi nhuận gộp	2,032	2,385	2,855
Doanh thu hoạt động tài chính	577	384	275
Chi phí tài chính	(27)	(77)	(64)
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(1,349)	(1,442)	(1,549)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1,232	1,250	1,517
Lợi nhuận khác	199	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1,255	1,449	1,517
Lợi nhuận sau thuế	1,110	1,341	1,397
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	1,110	1,341	1,397
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	-	-	-

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2023	2024	2025F
Tài sản ngắn hạn	13,504	12,837	12,823
I. Tiền & tương đương tiền	2,284	1,903	2,260
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	8,242	7,039	7,732
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	366	447	357
IV. Hàng tồn kho	2,161	2,948	2,057
V. Tài sản ngắn hạn khác	452	500	417
Tài sản dài hạn	1,733	2,813	3,522
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	1	1
II. Tài sản cố định	1,600	1,946	2,104
III. Tài sản dài hạn khác	45	260	202
Tổng tài sản	15,238	15,650	16,345
Nợ phải trả	5,275	5,532	5,888
I. Nợ ngắn hạn	4,517	4,706	5,372
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,989	1,655	1,534
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	846	1,229	1,786
II. Nợ dài hạn	757	826	516
1. Các khoản phải trả dài hạn	754	707	344
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	3	120	172
Vốn chủ sở hữu	9,963	10,118	10,456
1. Vốn điều lệ	5,294	5,294	5,294
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	4,638	4,787	5,126
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	28	33	33
5. Nguồn vốn khác	4	4	4
Tổng nguồn vốn	15,238	15,650	16,345

Chỉ số chính	2023	2024	2025F
Định giá			
EPS	2,097	2,534	2,640
BVPS	18,820	19,112	19,751
Cổ tức	30%	20%	20%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	16%	18%	20%
Biên EBITDA	19%	13%	12%
Biên LNTT	10%	11%	11%
ROE	11%	13%	14%
ROA	8%	9%	9%
Tăng trưởng			
Doanh thu	100%	100%	100%
Lợi nhuận gộp	-64%	17%	20%
Lợi nhuận sau thuế	-74%	21%	4%
EPS	-74%	21%	4%
Tổng tài sản	8%	3%	4%
VCSH	-6%	2%	3%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	2.99	2.73	2.39
Thanh toán nhanh	2.51	2.10	2.00
Nợ/tài sản	0.35	0.35	0.36
Nợ/VCSH	0.53	0.55	0.56
Khả năng thanh toán lãi vay	123.56	32.68	23.57

**PSI****CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ****Trung Tâm Phân Tích****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.