

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (HOSE: DCM)

- DCM ghi nhận LN ròng Q1/24 đạt 346 tỷ (+51.3% svck), chủ yếu do đóng góp tích cực từ mảng ure khi sản lượng xuất khẩu tăng và nhà máy ure hết khấu hao.
- Chúng tôi dự báo LN ròng GD 2024-2025 lần lượt tăng 56.2% và 21.3% svck do nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao và kỳ vọng luật thuế VAT mới được áp dụng từ năm 2025 giúp giảm chi phí nhờ hoàn thuế VAT đầu vào.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 44,000 đồng/cp (tiềm năng tăng giá +14.0%, tỷ suất cổ tức 5.2%).

Lợi nhuận Q1/2024 tăng trưởng 51.3% so với cùng kỳ

Bước sang Q1/2024, doanh thu của DCM tăng nhẹ 0.3% svck, trong đó doanh thu thành phẩm ure tăng 9.9% svck nhờ sản lượng ure tiêu thụ tăng trưởng 34% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ sản lượng xuất khẩu tăng 43% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp Q1/2024 tăng 5.1 điểm phần trăm so với cùng kỳ, trong đó biên lợi nhuận gộp mảng ure tăng 2.6 điểm phần trăm svck do nhà máy Đạm Cà Mau đã hết khấu hao kể từ Q4/2023, giúp bù đắp việc chi phí giá khí đầu vào tăng cao hơn. Lợi nhuận ròng Q1/2024 đạt mức 346 tỷ VNĐ, tăng 51.3% svck và giảm 29.8% so với quý trước do yếu tố mùa vụ.

Lợi nhuận ròng năm 2024 dự báo tăng 56.2% svck với nhiều động lực tăng trưởng

Trong giai đoạn 2024-2025, chúng tôi kỳ vọng DCM sẽ có nhiều động lực tăng trưởng lợi nhuận ròng, bao gồm: (1) Việc hết khấu hao nhà máy ure được kỳ vọng giúp bù đắp việc giá khí tăng, từ đó hỗ trợ tăng biên lợi nhuận gộp; (2) Kỳ vọng giảm chi phí do hoàn thuế VAT đầu vào khi Luật Thuế Giá trị gia tăng dự kiến được áp dụng từ ngày 01/01/2025 cũng sẽ giúp biên lợi nhuận cải thiện, (3) Thương vụ sáp nhập nhà máy phân bón NPK Hàn – Việt giúp tăng công suất sản xuất NPK từ 300 nghìn tấn/năm lên 660 nghìn tấn/năm, là động lực tăng trưởng dài hạn do giúp mở rộng thị phần tốt hơn tại khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nguyên.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của DCM sẽ tăng khoảng 4.1 điểm phần trăm svck trong năm 2024 chủ yếu do nhà máy hết khấu hao, và tiếp tục tăng 2.6 điểm phần trăm svck trong năm 2025 nhờ áp thuế VAT 5% cho mặt hàng phân bón. Doanh nghiệp được chúng tôi kỳ vọng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2024-2025 lần lượt là 56.2% svck và 21.3% svck.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 44,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và P/E để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu DCM là 44,000 VNĐ/CP. Chúng tôi cho rằng DCM với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành phân bón sẽ có cơ hội cạnh tranh với các mặt hàng phân bón nhập khẩu khi luật thuế VAT mới được áp dụng, đồng thời đã có động lực tăng trưởng dài hạn từ việc tăng công suất sản xuất phân bón NPK. Rủi ro giảm giá gồm: (1) Giá dầu tăng cao hơn dự kiến kéo theo giá khí đầu vào tăng, (2) Nguồn cung phân bón thế giới cao hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24F	31/12/25F
Doanh thu thuần	15,925	12,571	14,256	14,654
Lợi nhuận ròng	4,316	1,109	1,732	2,100
Tăng trưởng doanh thu thuần	61.3%	-21.1%	13.4%	2.8%
Tăng trưởng LN ròng	136.7%	-74.3%	56.2%	21.3%
Biên LN gộp	35.8%	16.2%	20.2%	22.8%
Biên EBITDA	37.7%	18.7%	16.6%	19.8%
ROAE	47.9%	10.8%	16.9%	18.9%
ROAA	34.2%	7.5%	11.1%	12.9%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	8,153	2,095	3,271	3,967
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	19,978	18,768	20,043	22,015

Nguồn: DCM, MBS dự phóng và tổng hợp

KHẢ QUAN

Định giá

VND 44,000

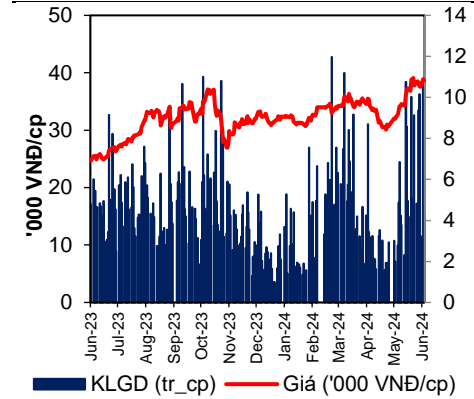
Tiềm năng tăng giá

14.0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	38,600
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	39,100
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	22,709
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	20,435
P/E (TTM)	17.1
P/B	2.0
Thị suất cổ tức (%)	5.2%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	8.9%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	75.56%
Khác	24.44%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (HOSE: DCM)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Thâu tóm nhà máy NPK Hàn – Việt giúp nâng tổng công suất NPK từ 300 nghìn tấn/năm lên 660 nghìn tấn/năm, giúp doanh nghiệp có động lực tăng trưởng dài hạn ở mảng NPK.
- Nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao từ năm 2024, trong khi giá bán được kỳ vọng duy trì ở mức cao, hỗ trợ tăng biên lợi nhuận gộp mảng ure của doanh nghiệp thêm 8.5 điểm % svck trong năm 2024.
- Kỳ vọng mặt hàng phân bón sẽ chịu thuế VAT đầu ra 5% kể từ 01/01/2025 giúp doanh nghiệp được hoàn thuế VAT đầu vào, từ đó giảm chi phí so với các năm trước đó giúp biên lợi nhuận tăng. Ước tính biên lợi nhuận gộp của DCM trong năm 2025 tăng 2.6 điểm % svck.
- Lợi nhuận ròng giai đoạn 2024-2025 dự báo tăng trưởng lần lượt 56.2% và 21.3% svck.

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và P/E để đưa ra giá trị hợp lý đã làm tròn của cổ phiếu DCM trong vòng 1 năm kể từ ngày khuyến nghị là 44,000 VNĐ/cp (tiềm năng tăng giá 14.0% so với giá đóng cửa ngày 04/6/2024).

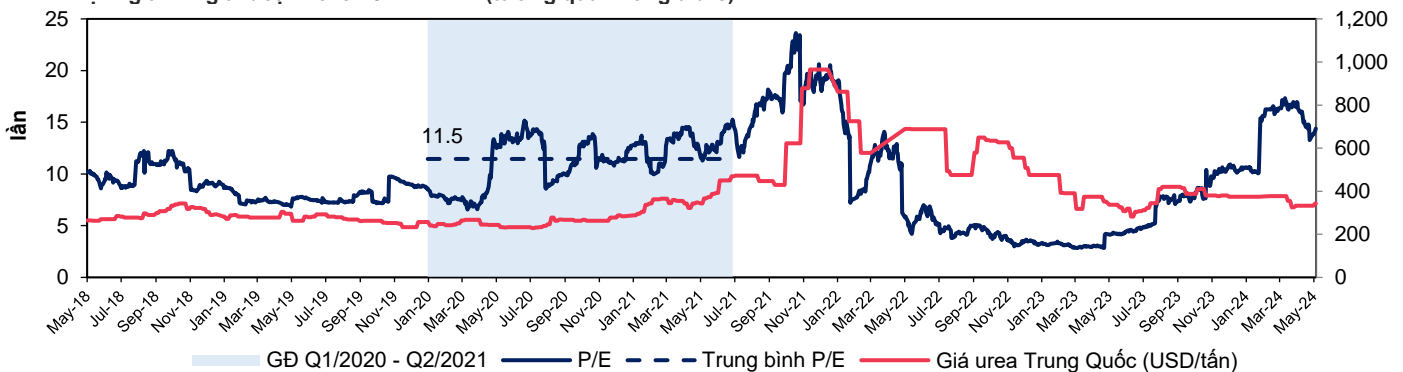
Chúng tôi sử dụng P/E giai đoạn Q1/2020 – Q2/2021 (11.5x) (khi giá ure có xu hướng tăng) để tham chiếu cho P/E của DCM giai đoạn 2024-2025 khi giá ure được kỳ vọng tăng nhẹ. Mặc dù giá ure giai đoạn 2024-2025 được dự báo có mức tăng thấp hơn giai đoạn tham chiếu nói trên (mức tăng 2.0% đến 3.0%), chúng tôi cho rằng việc lợi nhuận tăng trưởng nhờ hoàn thuế VAT đầu vào sẽ tăng tính hấp dẫn cho cổ phiếu. Nếu tính thêm tỷ suất cổ tức ước tính ở mức 5.2%, tiềm năng sinh lời của cổ phiếu DCM ở mức 19.2%. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu DCM.

Hình 1: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cp)
Forward P/E (với P/E mục tiêu 2024-2025= 11.5x)	50%	41,600
FCFF	50%	46,400
Giá mục tiêu		44,000
Giá hiện tại (giá đóng cửa ngày 30/5/2024)		38,600
Tiềm năng tăng giá		14.0%
Tỷ suất cổ tức		5.2%
Tiềm năng sinh lời		19.2%

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Định giá P/E giai đoạn 2018-2024 – DCM (tương quan với giá ure)



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 3: Dự phóng dòng tiền FCFF

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	1,734	2,103	1,981	2,075	2,006
Chi phí phi tiền mặt	403	473	419	425	371
Lãi vay sau thuế	18	17	16	17	17
Đầu tư vốn lưu động	(201)	(462)	(260)	(273)	(610)
Đầu tư TSCĐ	(701)	(41)	(151)	(155)	(160)
FCFF	1,252	2,090	2,006	2,088	1,624

Hình 4: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF giai đoạn 2024-2028	tỷ đồng	6,457
(+) Giá trị hiện tại của giá trị DN năm cuối chu kỳ	tỷ đồng	8,431
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	10,526
(-) Nợ	tỷ đồng	814
(-) Lợi ích của CĐTS	tỷ đồng	28
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	24,572
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	529
Giá trị cổ phiếu	VNĐ/cp	46,410

Chi phí VCSH			WACC và tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%		Chi phí nợ	1.2%
Beta	1.2		Mức thuế	20.0%
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%		WACC	12.0%
Chi phí VCSH	13.8%		Tăng trưởng dài hạn	1.0%

Rủi ro giảm giá

- Giá dầu tăng cao kéo theo giá khí tăng mạnh hơn dự kiến.
- Các quốc gia xuất khẩu phân bón lớn trên thế giới dỡ bỏ hạn chế xuất khẩu, gián tiếp làm chênh lệch cung-cầu phân bón thu hẹp khiến giá phân bón thế giới nói chung và trong nước nói riêng suy giảm theo.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CP Bloomberg	Giá thị trường nội tệ	Giá mục tiêu nội tệ	Khuyến nghị nội tệ	Vốn hóa tr. USD	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
						2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	DPM VN Equity	38,600 VNĐ	n/a	KKN	594	20.1	17.8	1.3	1.3	5.7	8.1	5.4	8.3
Yonfer Agricultural Technology Co Ltd	000902 CH Equity	12.38 CNY	n/a	KKN	2,145	10.9	9.3	1.5	1.3	8.0	8.4	13.7	14.4
Chambal Fertilisers and Chemicals Ltd	CHMB IN Equity	367.00 INR	n/a	KKN	1,697	10.6	9.1	1.7	1.7	10.7	14.9	17.1	19.7
Trung bình						13.9	12.0	1.5	1.4	8.1	10.5	12.1	14.1
CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau	DCM VN Equity	38,600 VNĐ	44,000 VNĐ	KHÁ QUAN	804	12.0	12.9	2.0	2.0	13.1	13.5	12.8	16.1

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

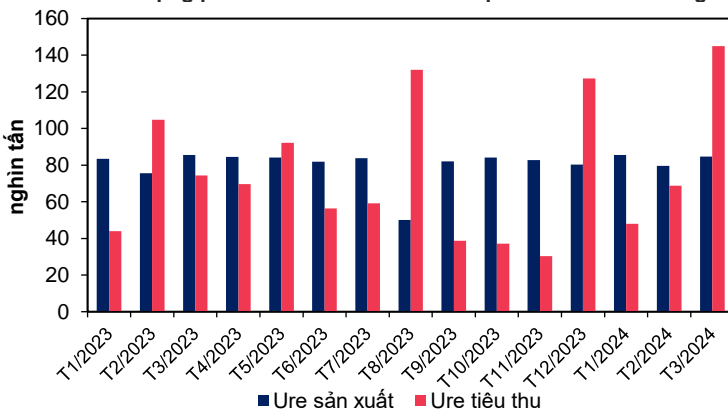
Lợi nhuận Q1/2024 tăng trưởng tích cực

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q1/2024 và cả năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q1/2024	Tăng svck	Tăng sv quý trước	2023	Tăng svck	Đánh giá
Sản lượng ure tiêu thụ (nghìn tấn)	262	17.3%	34.2%	866	2.6%	Xuất khẩu là động lực chính cho việc tăng trưởng sản lượng trong khi nhu cầu tiêu thụ nội địa đi ngang svck
<i>Nội địa</i>	130	-0.8%	1.2%	559	n/a	
<i>Xuất khẩu</i>	131	43.2%	98.4%	307	n/a	Tham gia thị trường Úc và New Zealand
Sản lượng NPK tiêu thụ (nghìn tấn)	5.5	-0.5%	-89.9%	139	65.7%	Ổn định svck, giảm so với quý trước do yếu tố mùa vụ ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ.
Doanh thu	2,744	0.3%	-22.4%	12,571	-21.1%	
<i>Thành phẩm Ure</i>	2,516	9.9%	26.7%	8,311	-33.0%	Giá ure trong nước có xu hướng tăng nhẹ 0.8% so với cùng kỳ do chênh lệch cung – cầu, sản lượng ure tiêu thụ Q1/24 tăng 17% so với cùng kỳ và tăng 34% so với quý trước, tuy nhiên tỷ trọng xuất khẩu đạt mức 50.2% (tăng 9.1 điểm % svck, tăng 16.2 điểm % sv quý trước)
<i>Thành phẩm NPK</i>	65	-6.0%	-89.6%	1,676	33.7%	Sản lượng tiêu thụ NPK giảm mạnh 90% so với quý trước do yếu tố mùa vụ tuy nhiên tương đương so với cùng kỳ
<i>Hàng hóa phân bón</i>	137	-66.4%	-78.5%	2,167	9.9%	
<i>Phế phẩm, thành phẩm khác, Dịch vụ</i>	168	163.2%	-37.6%	795	5.8%	
<i>Giảm trừ thương mại</i>	(141)	48.4%	-749.9%	(379)	-16.8%	
Lợi nhuận gộp	710	24.8%	-22.5%	2,032	-64.4%	
Biên lợi nhuận gộp	25.9%	5.1 đpt	0 đpt	16.2%	-19.7 đpt	
<i>Thành phẩm Ure</i>	30.3%	2.6 đpt	-5.9 đpt	22.6%	-23.7 đpt	Nhà máy ure hết khấu hao kể từ Q4/2023 nhưng giá khí Q1/2024 lại cao hơn svck khiến biên lợi nhuận gộp chỉ tăng nhẹ 2.6 điểm % so với cùng kỳ; đồng thời giảm 5.9 điểm % so với quý trước do mặt bằng giá dầu MFO và Brent cao hơn Q4/23 khiến giá khí đầu vào cao hơn.
<i>Thành phẩm NPK</i>	27.7%	24.3 đpt	14.4 đpt	12.9%	8 đpt	Giá vốn sản phẩm NPK giảm mạnh 29.6% svck trong khi doanh thu chỉ giảm nhẹ 6.0%
<i>Hàng hóa phân bón</i>	18.7%	16.1 đpt	16.9 đpt	6.6%	1.7 đpt	
<i>Phế phẩm, thành phẩm khác, Dịch vụ</i>	27.2%	6.5 đpt	-2.8 đpt	21.0%	-12.5 đpt	
Chi phí quản lý & bán hàng	452	7.3%	6.2%	1,349	-0.1%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	16.5%	1.1 đpt	4.4 đpt	10.7%	2.2 đpt	
Lợi nhuận tài chính ròng	118	7.2%	22.4%	550	128.5%	
LNTT	383	46.4%	-28.8%	1,255	-72.7%	
LNST	350	52.2%	-28.9%	1,110	-74.3%	
Lợi nhuận ròng	346	51.3%	-29.8%	1,109	-74.3%	

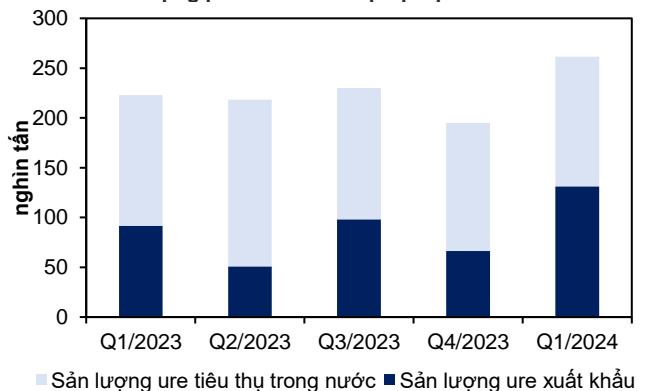
Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 7: Sản lượng phân ure sản xuất và tiêu thụ của DCM theo tháng



Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 8: Sản lượng phân ure tiêu thụ nội địa và xuất khẩu



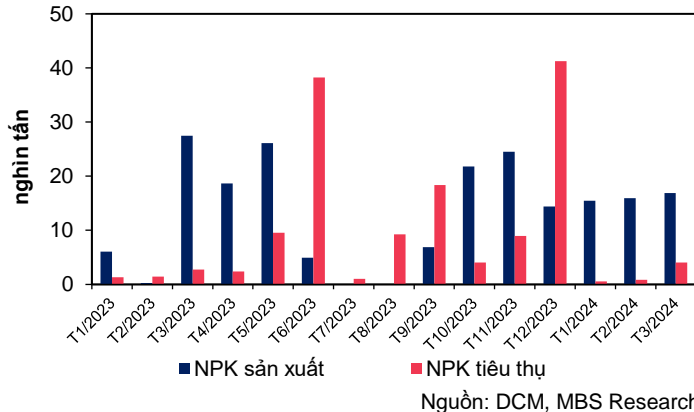
Nguồn: DCM, MBS Research

Triển vọng 2024 - 2025: Nhiều động lực tăng trưởng

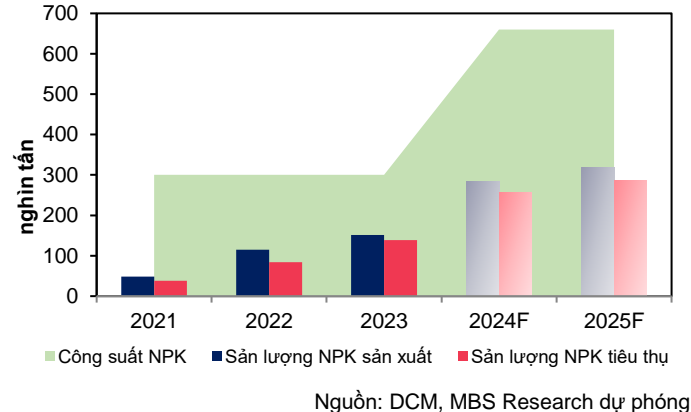
Màng NPK: Công suất tăng thêm 120% thông qua thuê Công ty TNHH Phân bón Hàn - Việt (KVF)

Trong tháng 5/2024, DCM đã hoàn thành giao dịch mua 100% vốn góp tại Công ty TNHH Phân bón Hàn – Việt (KVF) với công suất thiết kế đạt 360 nghìn tấn NPK/năm. Từ khi nhà máy NPK Cà Mau đi vào hoạt động tới nay, sản lượng NPK sản xuất liên tục tăng trưởng tuy nhiên vẫn chưa đạt công suất tối đa, đồng thời sản lượng NPK tiêu thụ chưa cân bằng với sản lượng sản xuất. Với việc thuê KVF, chúng tôi cho rằng vị thế của DCM trên thị trường phân bón NPK trong nước sẽ được củng cố và nâng cao nhờ: (1) Nâng tổng công suất sản xuất NPK lên 660 nghìn tấn/năm (so với mức hiện tại: 300 nghìn tấn/năm); (2) Mở rộng thị phần tại khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nguyên (khu vực có nhu cầu tiêu thụ phân NPK khá cao khi có diện tích trồng cà phê và cao su lớn) tốt hơn nhờ vị trí thuận lợi của nhà máy phân bón Hàn – Việt. Chúng tôi dự phóng sản lượng NPK sản xuất của DCM trong giai đoạn 2024-2025 lần lượt đạt 285 nghìn tấn (+88.6% svck) và 318 nghìn tấn (+11.6% svck); sản lượng NPK tiêu thụ lần lượt đạt 257 nghìn tấn (+85.1% svck) và 286 nghìn tấn (+11.6% svck); giá NPK nội địa tăng nhẹ 1.2% so với cùng kỳ năm 2023 khi nhu cầu ổn định trong khi nguồn cung từ Trung Quốc bị hạn chế.

Hình 9: Sản lượng NPK sản xuất và tiêu thụ qua các tháng

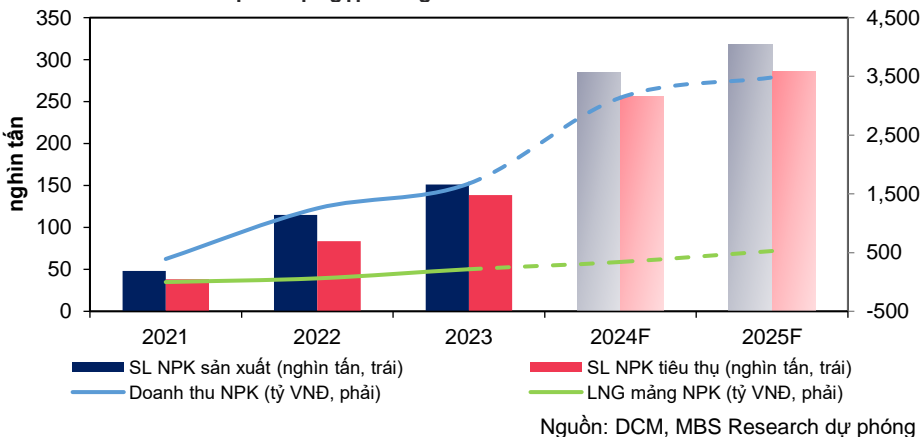


Hình 10: Công suất và sản lượng NPK sản xuất của DCM theo năm



Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu màng NPK của DCM trong giai đoạn 2024-2025 tăng trưởng lần lượt 87.3% và 11.0% so với cùng kỳ, biên lợi nhuận gộp lần lượt đạt mức 10.9% (-2.1 điểm phần trăm svck) và 15.1% (+4.3 điểm phần trăm svck) nhờ sản lượng tăng trưởng và dự kiến được hoàn thuế VAT đầu vào kể từ 01/01/2025.

Hình 11: Doanh thu – lợi nhuận gộp màng NPK của DCM



Mảng ure: nhà máy hết khẩu hao sẽ bù trừ cho rủi ro giá khí đầu vào tăng và hỗ trợ tích cực cho biên lợi nhuận gộp

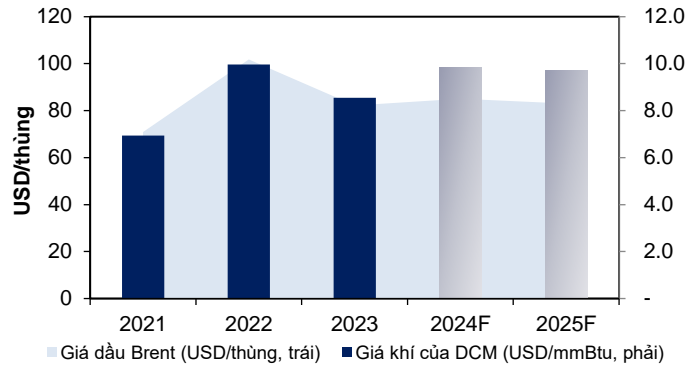
Trong điều kiện giá dầu Brent và MFO neo cao kéo theo giá khí tăng mạnh kể từ 2024 khi cơ chế giá khí mới được áp dụng, biên lợi nhuận gộp của DCM có thể bị ảnh hưởng tiêu cực. Trên kịch bản giá dầu Brent giai đoạn 2024-2025 ở mức trung bình 85 USD/thùng và 83 USD/thùng, chúng tôi dự báo giá khí đầu vào của DCM lần lượt ở mức 9.82 USD/mmBtu và 9.75 USD/mmBtu.

Hình 12: Cơ chế giá khí đầu vào của DCM

Cơ chế	Trước 01/01/2023	Sau 01/01/2023
Phần khí 1	90% lượng khí tiêu thụ; mua từ quyền nhận của PVN trong lô PM3 - CAA - Cái Nước	Nhận phân bổ lượng khí thuộc quyền nhận của PVN theo tỷ trọng thực tế hàng tháng (giữa các nhà máy trong khu vực khí - điện - đạm Cà Mau); Giá mua = 46% giá MFO
Phần khí 2	10% lượng khí tiêu thụ, mua bổ sung từ Petronas	Lượng khí còn thiếu: Mua bổ sung bằng khí từ Petronas; Giá mua = 12.7% * Giá dầu Brent

Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 13: Dự báo giá khí đầu vào của DCM

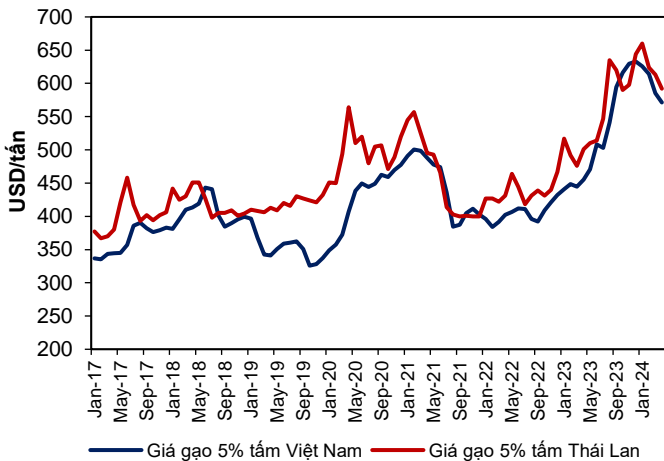


Nguồn: DCM, MBS Research dự phóng

Tuy nhiên, áp lực của chi phí khí đầu vào đến biên lợi nhuận gộp sẽ được loại bỏ nhờ việc: (1) Giá bán các loại phân bón urea và NPK duy trì ở mức cao, và (2) hết khấu hao nhà máy Đạm Cà Mau (khoảng 900 tỷ/năm):

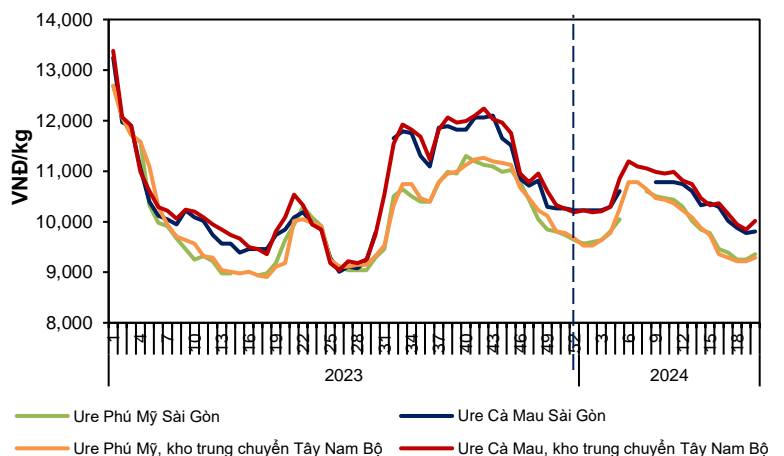
Thứ nhất, về giá bán phân ure: Chúng tôi nhận thấy nguồn cung phân bón thế giới trong năm 2024 sẽ tiếp tục thắt chặt khi Nga và Trung Quốc hạn chế xuất khẩu phân ure để ổn định thị trường trong nước, đồng thời một số quốc gia tại Trung Đông thực hiện cắt giảm khí tự nhiên cho sản xuất phân ure. Nguồn cung hạn chế nhưng nhu cầu tiêu thụ phân bón thế giới được Hiệp hội Phân bón Quốc tế kỳ vọng tăng nhẹ 1.4% svck sẽ là động lực duy trì giá bán ure của DCM khi doanh nghiệp đang có tỷ trọng doanh thu ure xuất khẩu ngày càng lớn. Trên cơ sở giá gạo Việt Nam và các thị trường xuất khẩu chính tiếp tục neo ở mức cao (mặc dù đã giảm so với đầu năm), chúng tôi dự phóng giá ure nội địa của DCM tăng nhẹ 2.4% svck trong năm 2024, giá ure xuất khẩu tăng 3.0% svck trong năm 2024 sau đó giảm nhẹ 2.0% svck trong năm 2025 khi nguồn cung phân bón thế giới bớt thắt chặt và giá dầu giảm kéo theo giá khí đầu vào giảm.

Hình 14: Tính chung Q1/2024, giá gạo Việt Nam 5% tằm cao hơn 36.7% svck, giá gạo Thái Lan 5% tằm cao hơn 27.7% svck



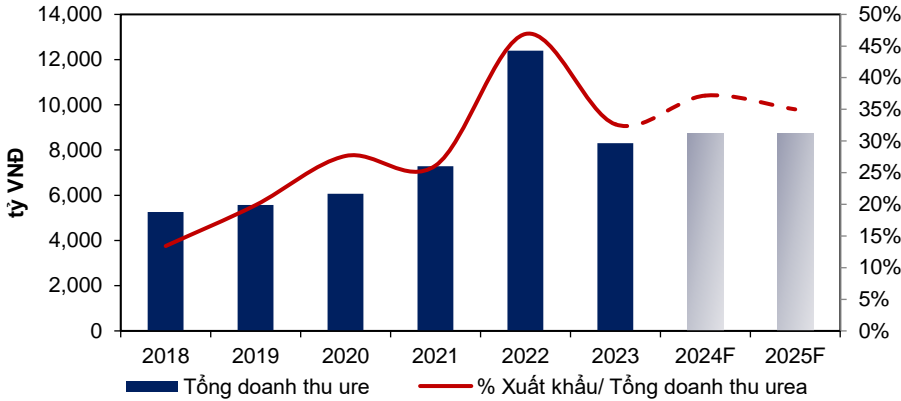
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 15: Giá bán ure trong nước đang có dấu hiệu nhích lên kể từ đầu tháng 5 khi vụ Hè Thu chuẩn bị bắt đầu



Nguồn: Agromonitor, MBS Research

Hình 16: Tỷ trọng xuất khẩu ure trong tổng doanh thu ure

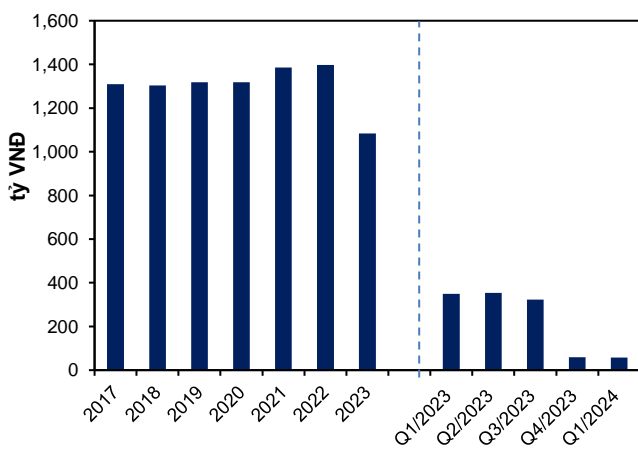


Nguồn: DCM, MBS Research

Thứ hai, về việc hết khấu hao nhà máy Đạm Cà Mau: nhà máy Đạm Cà Mau đã chính thức hết khấu hao kể từ Q4/2023 và kỳ vọng tổng chi phí khấu hao năm 2024 của DCM sẽ giảm 62.8% so với chi phí khấu hao năm 2023 (trong đó đã bao gồm ước tính khấu hao trong năm của nhà máy mới NPK Hàn Việt).

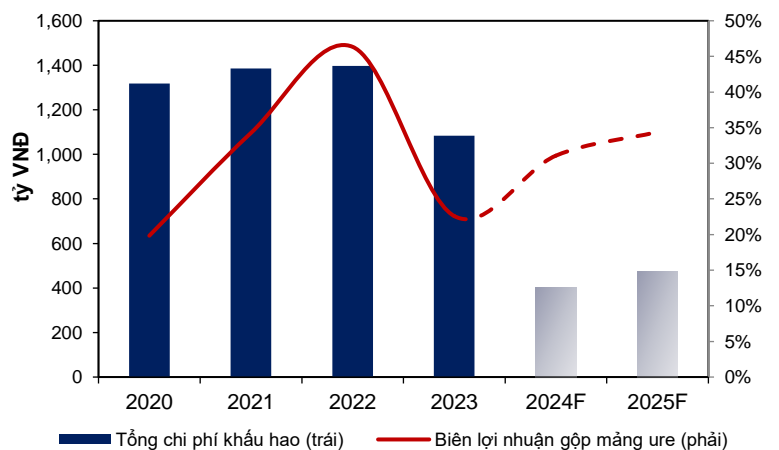
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ ure tăng lần lượt 3.1% svck và 0.8% svck trong GD 2024-2025 nhờ thị trường xuất khẩu mở rộng. Kết hợp với dự báo giá bán ure đã đề cập, chúng tôi dự báo doanh thu mảng ure của DCM GD 2024-2025 lần lượt tăng 5.2% svck và giảm 0.3% svck. Bên cạnh đó, tác động trái chiều của việc giá khí tăng và chi phí khấu hao giảm khiến biên lợi nhuận gộp mảng ure của DCM trong năm 2024 dự báo sẽ ở mức 31.1% (+8.5 điểm phần trăm svck năm 2023).

Hình 17: Chi phí khấu hao trong năm của DCM qua các năm



Nguồn: DCM, MBS Research

Hình 18: Dự phóng chi phí khấu hao và biên lợi nhuận gộp mảng ure



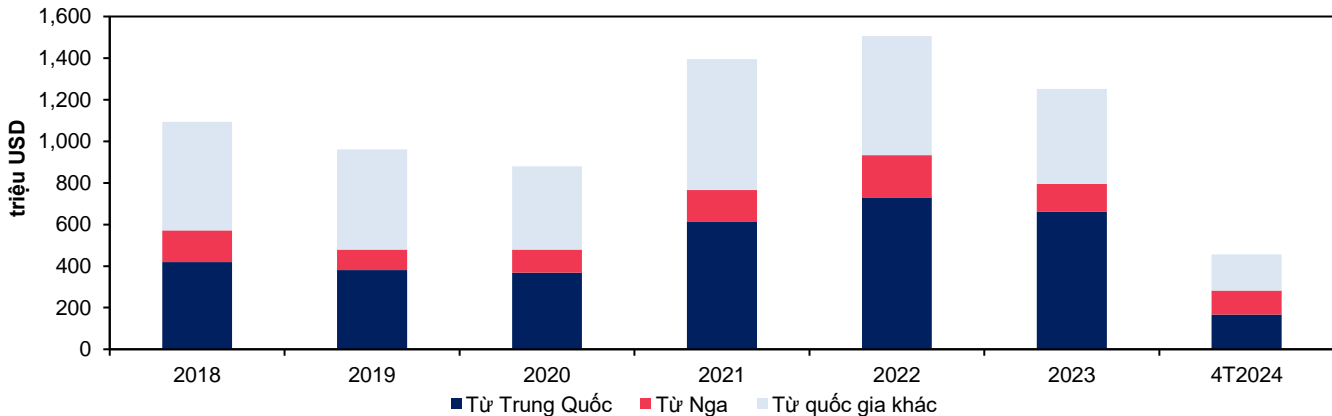
Nguồn: DCM, MBS Research dự phóng

Kỳ vọng ghi nhận giảm chi phí sản xuất khi áp dụng mức thuế VAT 5% cho mặt hàng phân bón

Trong tháng 6/2024, dự thảo Luật Thuế Giá trị gia tăng (VAT) sẽ được đưa ra lấy ý kiến tại kỳ họp thứ 7, Quốc hội khóa XV. Trong dự thảo này, mặt hàng phân bón được đề xuất đưa vào diện chịu thuế VAT 5% (thay vì không chịu thuế như hiện tại), theo đó có thể giúp DCM hưởng lợi nhờ: (1) Được hoàn thuế giá trị gia tăng đầu vào thay vì trích lập vào chi phí sản xuất kinh doanh và (2) Có thể cạnh tranh tốt hơn với các mặt hàng phân bón nhập khẩu:

- Thứ nhất, về việc hoàn thuế giá trị gia tăng: Thông thường, số thuế giá trị gia tăng (VAT) mà một doanh nghiệp phải nộp sẽ được tính theo công thức: **VAT phải nộp = VAT đầu ra – VAT đầu vào** (phương pháp khấu trừ). Khi mặt hàng phân bón không phải chịu thuế (VAT đầu ra = 0), giá trị VAT đầu vào sẽ không được khấu trừ mà phải trích lập vào chi phí sản xuất kinh doanh, gây ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Ngược lại, khi mặt hàng phân bón chịu thuế VAT đầu ra là 5%, các khoản thuế VAT đầu vào sẽ được hoàn thuế và doanh nghiệp sẽ hưởng lợi do ghi nhận giảm chi phí so với các năm trước. Theo ước tính của chúng tôi, nếu Luật Thuế Giá trị gia tăng được áp dụng cho mặt hàng phân bón từ 01/01/2025, DCM có thể được hoàn khoảng 430 tỷ VNĐ tiền thuế GTGT đầu vào mỗi năm, từ đó hỗ trợ tăng biên lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Thứ hai, về việc cạnh tranh tốt hơn với phân bón nhập khẩu tại thị trường trong nước: Như đã đề cập, hiện tại các doanh nghiệp phân bón Việt Nam không chịu thuế VAT đầu ra nhưng vẫn chịu VAT đầu vào do đó phải trích lập vào chi phí sản xuất kinh doanh, dẫn đến thiếu động lực để giảm giá bán và khó cạnh tranh với các mặt hàng phân bón nhập khẩu. Trong khi đó, hai quốc gia xuất khẩu phân bón vào Việt Nam lớn nhất là Nga và Trung Quốc hiện đều áp thuế giá trị gia tăng đối với mặt hàng phân bón, từ đó giúp các doanh nghiệp phân bón tại hai quốc gia này được hoàn thuế và có thể giảm giá bán trong khi vẫn duy trì tốt lợi nhuận ròng. Chúng tôi cho rằng khi Dự thảo Luật Thuế GTGT này được áp dụng, các doanh nghiệp phân bón trong nước như DCM sẽ cạnh tranh tốt hơn về giá bán với các loại phân bón nhập khẩu dựa trên cung cầu, đồng thời tận dụng được lợi thế về chi phí vận chuyển để gia tăng thị phần trên chính thị trường nội địa.

Hình 19: Nga và Trung Quốc là hai quốc gia đóng góp đáng kể nhất vào giá trị phân bón nhập khẩu vào thị trường Việt Nam



Nguồn: Tổng Cục Thống kê, MBS Research

Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025

Hình 20: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025 của DCM (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	Đơn vị	2023	2024F	Tăng svck	2025F	Tăng svck	Đánh giá
Sản lượng ure tiêu thụ	nghìn tấn	866	893	3.1%	900	0.8%	
Sản lượng NPK tiêu thụ	nghìn tấn	139	257	85.1%	286	11.6%	Dự kiến nhà máy NPK Hàn – Việt mới sắp nhập giúp tăng công suất sản xuất NPK và tạo điều kiện phân phối tốt hơn tại khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nguyên.
Giá khí đầu vào ước tính	USD/mmBtu	8.55	9.82	14.8%	9.75	-0.7%	
Doanh thu	tỷ VNĐ	12,571	14,256	13.4%	14,654	2.8%	
Ure	tỷ VNĐ	8,311	8,743	5.2%	8,717	-0.3%	
NPK	tỷ VNĐ	1,676	3,138	87.3%	3,482	11.0%	Kỳ vọng sản lượng tăng mạnh trong khi giá bán tăng nhẹ nhờ nhu cầu tốt giúp doanh thu mảng phân bón NPK tăng.
Khác	tỷ VNĐ	2,584	2,375	-8.1%	2,455	3.4%	
Lợi nhuận gộp	tỷ VNĐ	2,032	2,886	42%	3,348	16.0%	
Ure	tỷ VNĐ	1,878	2,717	45%	2,998	10.3%	Nhà máy ure Đạm Cà Mau hết khấu hao từ năm 2024 hỗ trợ lợi nhuận gộp tăng trưởng tốt bất chấp việc giá khí đầu vào tăng.
NPK	tỷ VNĐ	217	341	57%	527	54.7%	
Khác	tỷ VNĐ	(63)	(172)	n/a	(177)	n/a	
Biên lợi nhuận gộp	%	16.2%	20.2%	4.1 điểm %	22.8%	2.6 điểm %	Năm 2024, nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao; Kỳ vọng năm 2025 bắt đầu áp dụng thuế VAT cho mặt hàng phân bón dẫn đến các phần thuế VAT đầu vào được hoàn thuế và không còn tính vào chi phí kinh doanh.
Chi phí quản lý & bán hàng	tỷ VNĐ	1,349	1,468	8.8%	1,517	3.3%	
Chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	%	10.7%	10.3%	-0.4 điểm %	10.4%	0.05 điểm %	
Lợi nhuận tài chính ròng	tỷ VNĐ	550	528	-4.0%	568	7.6%	
LNTT	tỷ VNĐ	1,255	1,948	55.2%	2,403	23.4%	
LNST	tỷ VNĐ	1,110	1,734	56.2%	2,103	21.3%	Năm 2024 là năm cuối cùng (năm thứ 9) Nhà máy Đạm Cà Mau được hưởng ưu đãi giảm 50% số thuế phải nộp đối với thu nhập từ hoạt động kinh doanh chính.
LN ròng	tỷ VNĐ	1,109	1,732	56.2%	2,100	21.3%	
EPS	VNĐ/cp	2,095	3,271	56.2%	3,967	21.3%	

Nguồn: MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Doanh thu thuần	15,925	12,571	14,256	14,654	LN trước thuế	4,596	1,255	1,948	2,403
Giá vốn hàng bán	(10,221)	(10,539)	(11,370)	(11,306)	Khấu hao	1,398	1,083	403	473
Lợi nhuận gộp	5,703	2,032	2,886	3,348	Thuế đã nộp	(295)	(154)	(214)	(300)
Chi phí quản lý DN	(653)	(549)	(613)	(637)	Các khoản điều chỉnh khác	896	(656)	802	824
Chi phí bán hàng	(698)	(801)	(855)	(879)	Thay đổi VLD	(864)	784	(201)	(462)
LN từ HĐKD	4,353	683	1,417	1,831	LCTT từ HĐKD	5,732	2,313	2,738	2,939
EBITDA thuần	5,751	1,766	1,821	2,305	Đầu tư TSCĐ	(147)	(544)	(704)	(41)
LN trước thuế & lãi vay	4,353	683	1,417	1,831	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	3	-	-	-
Thu nhập lãi	301	577	582	619	Các khoản khác	(2,241)	(925)	(1,070)	(1,861)
Chi phí tài chính	(60)	(27)	(54)	(51)	LCTT từ đầu tư	(2,385)	(1,469)	(1,774)	(1,902)
Thu nhập ròng khác	3	22	3	4	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Tiền vay ròng nhận được	(683)	836	(35)	(41)
LN trước thuế	4,596	1,255	1,948	2,403	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(275)	(145)	(214)	(300)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(948)	(1,590)	(1,059)	(1,059)
Lợi nhuận sau thuế	4,321	1,110	1,734	2,103	LCTT từ hoạt động TC	(1,631)	(754)	(1,094)	(1,099)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5)	(1)	(2)	(2)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	428	2,126	2,284	2,154
Lợi nhuận ròng	4,316	1,109	1,732	2,100	LC tiền thuần trong năm	1,716	90	(130)	(63)
Chi trả cổ tức	(948)	(1,590)	(1,059)	(1,059)	Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,126	2,284	2,154	2,091
Lợi nhuận giữ lại	3,368	(481)	673	1,042					
Bảng cân đối kế toán	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Các chỉ số cơ bản	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tiền và tương đương tiền	2,126	2,284	2,154	2,091	Tăng trưởng doanh thu thuần	61%	-21%	13%	3%
Đầu tư ngắn hạn	6,812	8,242	8,554	9,525	Tăng trưởng EBITDA	79%	-69%	3%	27%
Phải thu khách hàng	1	199	234	281	Tăng trưởng LN từ HĐKD	138%	-84%	108%	29%
Hàng tồn kho	2,283	2,161	2,303	2,381	Tăng trưởng LN trước thuế	135%	-73%	55%	23%
Các tài sản ngắn hạn khác	403	619	711	764	Tăng trưởng LN ròng	137%	-74%	56%	21%
Tổng tài sản ngắn hạn	11,624	13,504	13,955	15,043	Tăng trưởng EPS	137%	-74%	56%	21%
Tài sản cố định	2,160	1,250	1,549	1,117	Biên LN gộp	35.8%	16.2%	20.2%	22.8%
Tài sản vô hình	47	350	349	348	Biên EBITDA	37.7%	18.7%	16.6%	19.8%
Xây dựng cơ bản dở dang	33	88	91	91	Biên LN ròng	27.1%	8.8%	12.1%	14.3%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	47.9%	10.8%	16.9%	18.9%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-	ROAA	34.2%	7.5%	11.1%	12.9%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROIC	40.7%	10.3%	15.1%	16.9%
Tài sản dài hạn khác	303	45	46	47	Vòng quay tài sản	126.2%	85.5%	91.3%	89.8%
Tổng tài sản dài hạn	2,543	1,733	2,036	1,603	Cổ tức chi trả/LN ròng	22.0%	143.4%	61.1%	50.4%
Tổng tài sản	14,167	15,238	15,991	16,646	Tổng nợ vay/VCSH	0.0%	8.5%	7.7%	6.6%
Vay & nợ ngắn hạn	3	846	812	771	Nợ vay ròng/VCSH	-20.0%	-14.4%	-12.6%	-11.3%
Phải trả người bán	1,028	1,989	1,893	1,716	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-15.0%	-9.4%	-8.4%	-7.9%
Phải trả ngắn hạn khác	1,843	1,682	1,847	1,741	Khả năng thanh toán lãi vay	423.6	67.2	71.0	96.1
Tổng nợ ngắn hạn	2,874	4,517	4,552	4,228	Số ngày phải thu	0	6	6	7
Vay & nợ dài hạn	1	3	2	2	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	82	75	74	77
Các khoản phải trả khác	686	754	798	733	Số ngày phải trả tiền bán	37	69	61	55
Tổng nợ dài hạn	687	757	800	735	Khả năng thanh toán ngắn hạn	4.0	3.0	3.1	3.6
Tổng nợ	3,561	5,275	5,352	4,962	Khả năng thanh toán nhanh	3.2	2.5	2.6	3.0
Vốn điều lệ	5,294	5,294	5,294	5,294	Khả năng thanh toán tiền mặt	3.1	2.3	2.4	2.7
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	8,153	2,095	3,271	3,967
LN giữ lại	3,018	2,045	2,331	2,927	BVPS (đồng/cp)	19,978	18,768	20,043	22,015
Các quỹ thuộc VCSH	2,260	2,593	2,982	3,430	P/E (lần)	4.8	18.6	11.9	9.8
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/B (lần)	1.9	2.1	1.9	1.8
Vốn chủ sở hữu	10,576	9,936	10,611	11,655					
Lợi ích cổ đông thiểu số	29	28	28	28					
Tổng vốn chủ sở hữu	10,605	9,963	10,639	11,683					
Tổng nợ và VCSH	14,167	15,238	15,991	16,646					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research dự phóng và tổng hợp

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Nghiêm Phú Cường

Ngô Quốc Hưng

Lê Minh Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Đỗ Lan Phương

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Nguyễn Minh Trí

Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền