

CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX: DCM)
Nguyễn Đức Thành Nhân

Trưởng nhóm phân tích

Email: nhanndt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7580

Giá tại ngày 26/06/2023 (đồng/cp):	26.900	Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp):	26.800	THEO DÕI
Chênh lệch:	-0,4%	

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Giám đốc phân tích đầu tư

KÉM KHẢ QUAN DO GIÁ URÊ HẠ NHIỆT, ĐIỂM SÁNG TỪ GIÁ KHÍ HẠ NHIỆT & NHÀ MÁY URÊ HẾT KHẤU HAO
CẬP NHẬT KQKD Q1/2023 & ƯỚC TÍNH KQKD 1H2023

- **KQKD Q1/2023:** Doanh thu thuần đạt 2.734,7 tỷ đồng (-32,9% YoY) và LNST đạt 229,7 tỷ đồng (-84,9% YoY), do giá bán đầu ra ở tất cả các sản phẩm chính giảm mạnh, bao gồm Urê (-30,7% YoY), NPK (-51,7% YoY), và phân bón thương mại (-25,7% YoY). Biên LNG đạt 20,8% (-27,7 đpt YoY) và biên LNST đạt 8,4% (-28,8 đpt YoY), chủ yếu đến từ (1) giá bán Urê giảm mạnh và (2) giá khí đầu vào tăng nhẹ +2,0% YoY. [\(Chi tiết\)](#)
- **KQKD 1H2023:** Doanh thu thuần và LNST được DCM ước tính lần lượt đạt 6,650 tỷ đồng (49,4% KH và -18,5% YoY) và 377 tỷ đồng (27,3% KH và -85,1% YoY). [\(Chi tiết\)](#)

TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2023 [\(Chi tiết\)](#)

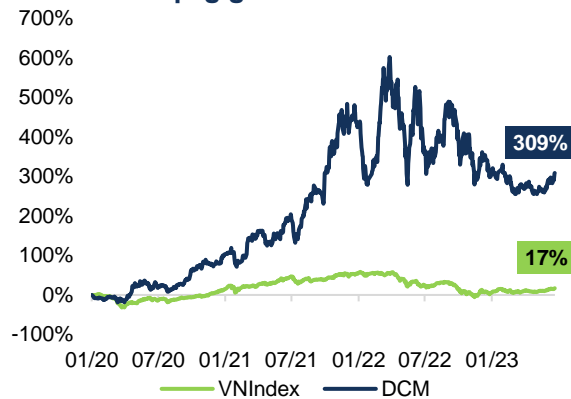
- Chúng tôi ước tính KQKD năm 2023 của DCM lần lượt đạt 13.222,7 tỷ đồng doanh thu thuần (98,2% KH và -17,0% YoY) và 1.492,1 tỷ đồng LNST (107,9% KH và -65,5% YoY)
- Chúng tôi cho rằng DCM sẽ không hoàn thành kế hoạch về doanh thu do giá các loại phân bón chính liên tục sụt giảm kể từ đầu Q3/2022 cho tới hiện tại.
- Mặc dù vậy, LNST của DCM năm 2023 nhiều khả năng hoàn thành được kế hoạch. Biên lợi nhuận gộp và biên LNST của DCM năm 2023 ước đạt 18,6% (-17,2 đpt YoY) và 11,3% (-15,8 đpt YoY), chủ yếu do giá bán Urê năm 2023 dự kiến hạ nhiệt mạnh -28,5% YoY, tuy nhiên phần nào được bù đắp bởi (1) giá khí đầu vào ước tính giảm -9,5% YoY và (2) nhà máy Urê hết khấu hao trong T09/2023.

KHUYẾN NGHỊ [\(Chi tiết\)](#)

- Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu DCM là **26.800 đồng/cp**, thấp hơn 0,4% so với mức giá đóng cửa ngày 26/06/2023. DCM đang gặp phải ảnh hưởng tiêu cực từ giá Urê đầu ra hạ nhiệt mạnh. Tuy nhiên, DCM vẫn sẽ có những điểm sáng liên quan đến (1) giá khí đầu vào suy giảm và (2) nhà máy Urê hết khấu hao kể từ T09/2023. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DCM. Nhà đầu tư có thể xem xét chốt lời cổ phiếu DCM ở thời điểm hiện tại và cân nhắc mua vào ở mức giá 23.500 đồng/cp, tương ứng với mức tỷ suất sinh lời kỳ vọng 14,0%.

RỦI RO ĐẦU TƯ [\(Chi tiết\)](#)

- El Nino tác động tiêu cực đến nhu cầu phân bón

Biến động giá DCM và VNIndex

Thông tin giao dịch 26/06/2023

Giá hiện tại (đồng/cp)	26.900
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	38.350
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	23.100
Số lượng CP niêm yết (cp)	529.400.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	529.400.000
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	3.974.665
Vốn hóa (tỷ đồng)	14.082,0
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	5.623
P/E trailing 12 tháng (lần)	4,73x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau
Địa chỉ	Lô D, KCN đường Ngô Quyền, Phường 1, Thành phố Cà Mau
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại phân bón vô cơ và hữu cơ
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Giá khí nguyên liệu biến động mạnh

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH, TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO
I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH Q1/2023 ([Quay lại](#))

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2023	Q1/2022	% YoY	Diễn giải
Doanh thu thuần	2.734,7	4.074,8	-32,9%	
<i>Mảng Urê</i>	2.213,4	3.586,3	-38,3%	<p>Phân Urê: Doanh thu Q1/2023 giảm -38,3% YoY do sự suy giảm về sản lượng lẫn giá bán. Sản lượng tiêu thụ Urê trong Q1/2023 đạt 228,8 nghìn tấn (-11,0% YoY), chủ yếu do xuất khẩu suy giảm mạnh -39,3% YoY gây ra bởi việc mở rộng về nguồn cung và thu hẹp về nhu cầu đối với tình hình Urê thế giới. Ngược lại, sản lượng tiêu thụ trong nước có sự phục hồi +29,3% YoY, nhờ diễn biến trái chiều giữa giá gạo và giá phân Urê.</p> <p>Giá bán trung bình đạt 9.672 đồng/kg, hạ nhiệt -30,7% YoY, do (1) nguồn cung xuất khẩu gia tăng ở Trung Quốc, Nigeria và Brunei, (2) nhu cầu Urê ở mức thấp, và (3) chính sách thương mại kìm hãm giá Urê của EU và Nga.</p>
<i>Mảng NPK</i>	66,4	156,9	-57,7%	<p>Phân NPK: Doanh thu Q1/2023 giảm -57,7% YoY, chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm mạnh -51,7% YoY, đạt 5,5 nghìn tấn. Nguyên nhân là do tâm lý e ngại trong việc mua hàng của nông dân và đại lý phân phối trước bối cảnh giá phân NPK giảm liên tục và chưa tìm thấy đáy. Giá bán trung bình đạt 11.978 đồng/kg (-12,5% YoY), giảm theo giá phân đơn đầu vào, tuy nhiên ở mức thấp hơn, do phân NPK sẽ điều chỉnh có độ trễ so với giá phân đơn.</p>
<i>Phân bón thương mại</i>	393,4	127,9	+207,6%	<p>Phân bón thương mại: Doanh thu Q1/2023 tăng +207,6% YoY. Trong đó, sản lượng tiêu thụ đạt 34,2 nghìn tấn (+301,8% YoY), do chuỗi cung ứng bị đứt gãy trong Q1/2022 khiến tình hình nhập khẩu phân Kali và DAP trong Q1/2022 gặp khó khăn. Giá bán trung bình đạt 11.519 đồng/kg (-15,8% YoY), giảm theo xu hướng giảm của giá phân bón thế giới.</p>
<i>Khác</i>	61,6	203,7	-69,8%	
Lợi nhuận gộp	568,7	1.977,3	-71,2%	
<i>Mảng Urê</i>	557,6	1.830,2	-69,5%	<p>Lợi nhuận gộp Q1/2023 giảm -71,2% so với mức nền cao trong Q1/2022. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2023 đạt 20,8% (-27,7 đpt YoY) do (1) giá bán Urê hạ nhiệt mạnh và (2) giá khí đầu vào tăng nhẹ. Cụ thể, giá khí đầu vào (bao gồm VAT) Q1/2023 tăng +2,0% YoY, đạt 9,92 USD/mmBTU.</p>
<i>Mảng NPK</i>	(0,0)	11,0	NM	
<i>Phân bón thương mại</i>	(3,3)	20,8	NM	
<i>Khác</i>	14,5	115,2	-87,5%	
Doanh thu tài chính	118,6	69,4	+71,0%	
<i>Chi phí tài chính</i>	9,0	19,8	-54,4%	<p>Chi phí tài chính giảm mạnh -54,4% YoY đến từ (1) chi phí lãi vay giảm đáng kể -98,4% khi DCM tích cực chi trả nợ vay, từ 519,8 tỷ đồng tại cuối Q1/2022 xuống 2,9 tỷ tại cuối Q1/2023 và (2) khoản lỗ tỷ giá giảm -42,6% YoY.</p>
<i>Chi phí lãi vay</i>	0,1	4,2	-98,4%	

Chi phí bán hàng	276,7	178,0	+55,5%
Chi phí QLDN	144,4	243,2	-40,6%

Chi phí bán hàng tăng mạnh +55,5% YoY do chi phí quảng cáo, truyền thông tăng +105,3%, chủ yếu đến từ việc thực hiện các chính sách khuyến mãi nhằm kích thích nhu cầu tiêu thụ trong nước.

Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm -40,6% YoY, chủ yếu đến từ việc trích quỹ phát triển khoa học và công nghệ giảm mạnh -83,8% YoY, với mức tạm trích trong năm là 10% trên thu nhập tính thuế. Mức trích này có thể điều chỉnh linh hoạt vào cuối năm, đơn cử như DCM đã từng điều chỉnh từ mức 10% xuống 6,5% cho cả năm trong Q4/2022.

LN từ HĐKD	257,2	1.605,7	-84,0%
LN trước thuế	261,4	1.606,5	-83,7%
LN sau thuế	229,7	1.517,6	-84,9%
Các tỷ lệ biên (%)	Q1/2023	Q1/2022	% YoY
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20,8%	48,5%	-27,7 đpt
CP tài chính/DTT	0,3%	0,5%	-0,2 đpt
CP bán hàng/DTT	10,1%	4,4%	+5,8 đpt
CP QLDN/DTT	5,3%	6,0%	-0,7 đpt
Tỷ suất LNST	8,4%	37,2%	-28,8 đpt

* NM (Not Meaningful): Không có ý nghĩa
 Nguồn: DCM, FPTs tổng hợp và ước tính

1. Biên lợi nhuận gộp sụt giảm -27,7 đpt YoY do giá Urê và giá khí diễn biến trái chiều

► Nguyên tắc phân bổ khí mới trong hợp đồng mua bán khí PM3-CAA-Cái Nước với PVN được ĐHCĐ thường niên năm 2023 thông qua

Hiện nay, cụm Khí - Điện - Đạm¹ (KĐĐ) chỉ sử dụng 1 nguồn khí duy nhất từ mỏ khí PM3-CAA-Cái Nước (bao gồm Lô PM3-CAA và Lô 46-Cái Nước) thuộc bể Malay - Thổ Chu. Do mỏ khí này nằm trong vùng chồng lấn giữa Việt Nam và Malaysia, sản lượng khai thác mỗi bên nhận được sẽ phụ thuộc vào Hiệp định phân chia quyền lợi giữa Việt Nam – Malaysia, theo đó PVN (Việt Nam) và Petronas (Malaysia) mỗi bên sẽ được nhận 50% sản lượng khí và đã đạt cân bằng² kể từ ngày 12/10/2019. Tuy nhiên, sau thời điểm cân bằng, nhu cầu sử dụng khí của cụm KĐĐ lớn hơn so với sản lượng mà PVN thỏa thuận khai thác từ mỏ khí PM3-CAA-Cái Nước, do đó PVN đã ký thêm hợp đồng mua bổ sung nguồn khí của Petronas kể từ ngày 29/02/2020. Kèm theo đó, PVN đã ban hành nguyên tắc phân bổ khí tại Cà Mau dựa theo Nghị quyết số 663/HĐTV-DKVN, trong đó quy định cụ thể cơ cấu nguồn khí sử dụng của Nhà máy Đạm Cà Mau, gồm có 90% lượng khí tiêu thụ từ khí PM3-CAA theo quyền nhận của PVN, 10% còn lại mua bổ sung từ Petronas. Giá khí cụ thể của 2 nguồn này 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.

Như vậy, kể từ năm 2020, DCM hưởng lợi lớn từ nguyên tắc phân bổ khí như trên bởi (1) việc đảm bảo tỷ trọng mua ngoài cố định ở mức thấp là 10% và (2) giá khí mua ngoài từ Petronas ước tính cao gấp đôi so với giá khí theo quyền nhận từ PVN. Sau khi nguồn khí PM3-CAA-Cái nước của PVN ưu tiên phân bổ cho nhà máy Đạm Cà Mau để đảm bảo tỷ lệ 90% mua từ quyền nhận của PVN, phần còn lại sẽ được phân bổ theo tỷ trọng tiêu thụ thực tế của các nhà máy khác trong cụm KĐĐ, bao gồm Điện Cà Mau 1&2 và GPP Cà Mau. Nếu sử dụng không hết,

¹ Cụm Khí - Điện - Đạm gồm 4 nhà máy Điện Cà Mau 1, Điện Cà Mau 2, Đạm Cà Mau và Chế biến khí GPP Cà Mau

² Thời điểm cân bằng: Thời điểm mà Petronas trả hết toàn bộ lượng khí đã nhận thay cho PVN trước đó và kể từ đó mỗi bên sẽ nhận được 50% sản lượng khai thác. Do thời điểm ban đầu, nhu cầu khí tại cụm Khí - Điện - Đạm còn thấp nên Petronas đã nhận trước phần khí chưa dùng hết của PVN cho cụm KĐĐ. Sau một thời gian các nhà máy trong cụm KĐĐ dần đi vào hoạt động và gia tăng công suất, nhu cầu sử dụng khí tại cụm KĐĐ cũng tăng theo nhanh chóng. Để đáp ứng đủ nhu cầu trên, Petronas phải trả lại phần khí đã nhận thay cho PVN trước đó và thời điểm hoàn trả hết là ngày 12/10/2019 (thời điểm đạt cân bằng).

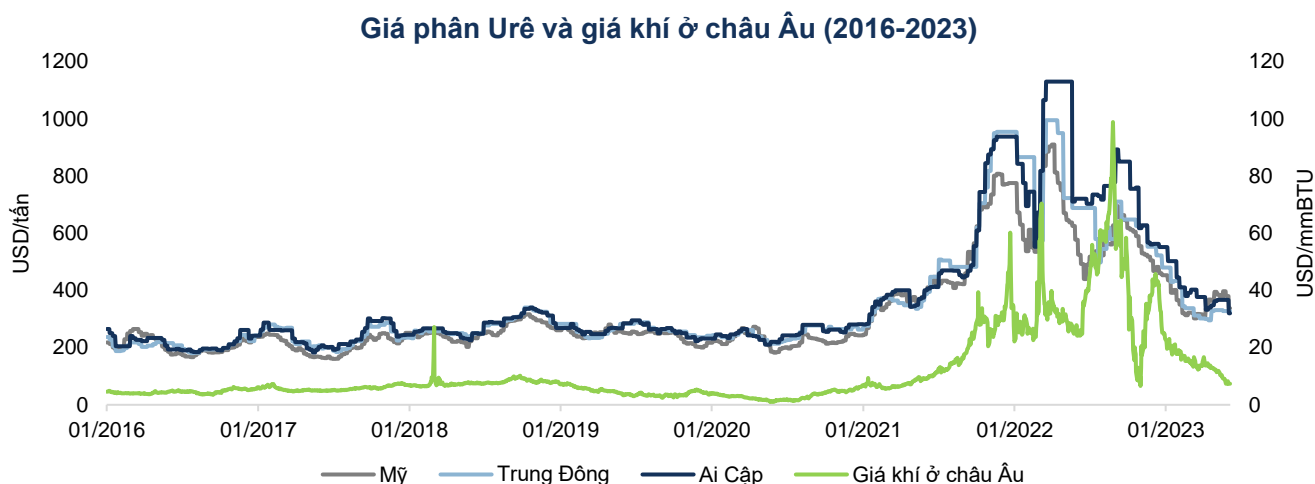
các nhà máy khác này cũng sẽ được bổ sung bằng nguồn khí mua từ Petronas và chúng tôi cho rằng tỷ lệ mua ngoài này thường cao hơn so với mức cố định 10% của nhà máy Đạm Cà Mau, dẫn đến chi phí khí trung bình của các nhà máy này sẽ cao hơn so với nhà máy Đạm.

Tuy nhiên, kể từ năm 2022, nguyên tắc phân bổ khí được thay đổi dựa theo Nghị quyết số 2833/NQ-DKVN ban hành ngày 27/05/2022, trong đó quy định khí thuộc quyền nhận của PVN sẽ được phân bổ theo tỷ trọng tiêu thụ thực tế của cả cụm KĐĐ tại Cà Mau, áp dụng từ ngày 01/01/2022. Trong ĐHCĐ thường niên năm 2023, nguyên tắc phân bổ này đã được thông qua, khiến cơ cấu sử dụng nguồn khí giữa các nhà máy trong cụm KĐĐ là như nhau, không phân biệt nhà máy Đạm với các nhà máy khác như trước đây. Điều này là cần thiết khi (1) DCM đã trả hết nợ vay cho dự án Đạm Cà Mau và (2) đảm bảo hài hòa lợi ích giữa các nhà máy trong cụm KĐĐ.

► **Giá khí đầu vào tạm trích trong Q1/2023 tăng +2,0% YoY**

Như vậy, việc thay đổi tỷ lệ mua ngoài cố định từ 10% trong giai đoạn 2020-2021 sang mức tỷ lệ mua ngoài (với giá khí cao) theo tỷ lệ sử dụng thực tế của cả cụm KĐĐ kể từ năm 2022 sẽ khiến giá khí tăng cao do tỷ lệ mua ngoài thực tế sẽ cao hơn 10%. DCM tạm trích chi phí giá khí trong năm 2023 theo tỷ lệ phân bổ giữa (1) mua từ quyền nhận của PVN và (2) mua ngoài từ Petronas là 50/50, sau đó sẽ quyết toán lại theo tỷ lệ tiêu thụ thực tế với PVN vào cuối năm. Giá khí trong Q1/2023 ước đạt 9,92 USD/tấn, +2,0% so với mức giá khí trong Q1/2022, trong đó hai mức giá khí này là hai mức giá khí được DCM tạm trích trước khi quyết toán vào cuối năm với PVN.

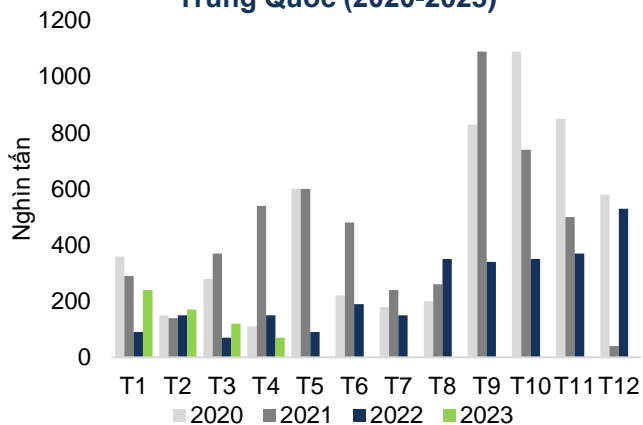
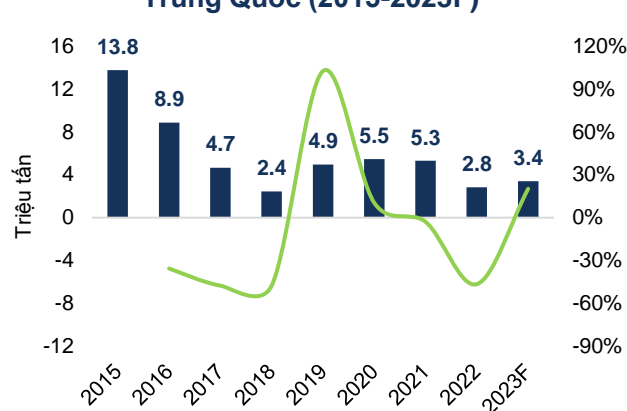
► **Giá bán Urê giảm mạnh -30,7% YoY theo giá thế giới, biên lợi nhuận gộp sụt giảm -27,7 đpt YoY**



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

Giá Urê thế giới (trung bình của 3 khu vực Mỹ, Trung Đông và Ai Cập) hiện đang ở mức 328 USD/tấn, giảm liên tục kể từ T09/2023, với mức giảm ~56% so với mức đỉnh giữa T09/2023. Nguyên nhân là do (1) nguồn cung xuất khẩu gia tăng ở Trung Quốc (nhờ nới lỏng kiểm tra hải quan), Nigeria và Brunei (nhờ việc mở rộng/mở mới công suất với chi phí sản xuất thấp); (2) nhu cầu Urê ở mức thấp; và (3) chính sách thương mại kìm hãm giá Urê của khu vực EU và Nga.

Xét về nguồn cung trong Q1/2023, nguồn cung xuất khẩu gia tăng ở Nigeria và Brunei khi Dangote (Nigeria) bắt đầu đưa nhà máy thứ 2 với công suất 1,3 triệu tấn/năm (trong tổng công suất 2,6 triệu tấn/năm của 2 nhà máy) vào hoạt động từ T07/2022, và BFI (Brunei) vận hành thương mại nhà máy mới với công suất 1,365 triệu tấn/năm từ T01/2022. Đối với Trung Quốc (chiếm 10,1% sản lượng xuất khẩu Urê toàn cầu năm 2021), nước này gia tăng xuất khẩu trở lại nhờ thời gian kiểm tra hải quan đã rút ngắn từ 90 ngày xuống còn 45-60 ngày ở một số khu vực phía Đông và phía Bắc của Trung Quốc, khiến sản lượng xuất khẩu của TQ trong 4T2023 tăng 30,4% YoY, đạt 600 nghìn tấn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng tình hình xuất khẩu Urê của Trung Quốc năm 2023 sẽ khởi sắc hơn, với sản lượng xuất khẩu ước đạt 3,4 triệu tấn (+20,1% YoY), nhờ thời gian kiểm tra hải quan sẽ giảm xuống còn 30 ngày kể từ T05/2023. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng sản lượng xuất khẩu trong năm 2023 sẽ khó quay trở lại so với giai đoạn trước năm 2022 do Trung Quốc vẫn theo đuổi chính sách thắt chặt xuất khẩu phân bón.

Sản lượng xuất khẩu phân Urê của Trung Quốc (2020-2023)

Sản lượng xuất khẩu phân Urê của Trung Quốc (2015-2023F)


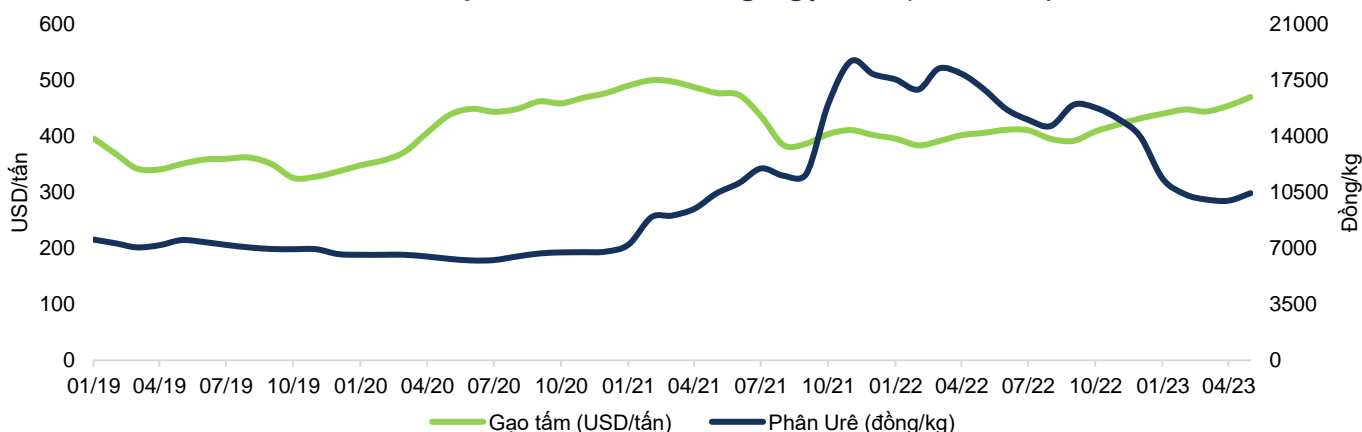
Nguồn: Cục Hải quan Trung Quốc, FPTs tổng hợp và ước tính

Xét về nhu cầu trong Q1/2023, nhu cầu tiêu thụ Urê ở các khu vực lớn (EU, Mỹ, Brazil) và nhu cầu nhập khẩu ở Ấn Độ vẫn ở mức thấp mặc dù giá Urê đã hạ nhiệt. Ở khu vực EU và Mỹ, nhu cầu giảm do tâm lý e ngại trong việc mua hàng của người nông dân và nhà phân phối trước bối cảnh giá Urê giảm liên tục và chưa tìm thấy đáy, trong khi ở Brazil, nhu cầu Urê thường nằm trong nửa cuối năm. Riêng khu vực Ấn Độ, nhu cầu nhập khẩu của quốc gia này trong Q1/2023 giảm -58% YoY, đạt 1,34 triệu tấn do việc thúc đẩy sản xuất trong nước, với sản lượng gia tăng +17% YoY, đạt 7,4 triệu tấn.

Xét về chính sách thương mại, một số khu vực Urê lớn như EU và Nga đã đưa ra chính sách góp phần kìm hãm giá Urê thế giới. Đối với khu vực EU (chiếm 9,0% trong tổng sản lượng nhập khẩu Urê toàn cầu năm 2021), khu vực này đã tạm thời xóa bỏ mức thuế nhập khẩu 6,5% đối với phân Urê trong giai đoạn 16/12/2022-16/06/2023, ngoại trừ nhập khẩu từ Nga và Belarus – hai quốc gia đang bị EU áp đặt các lệnh trừng phạt. Động thái này sẽ thúc đẩy các nguồn nhập khẩu mới như Mỹ, Trung Đông, Nigeria và Đông Nam Á, qua đó gây áp lực giảm giá đối với các nguồn từ Ai Cập và Algeria, vốn được miễn thuế nhờ các hiệp định thương mại tự do với EU. Đối với Nga (chiếm 13,3% sản lượng Urê xuất khẩu toàn cầu năm 2021), việc áp dụng thuế xuất khẩu 23,5% trong cả năm 2023 đối với phân Urê cho phần giá xuất khẩu vượt quá 450 USD/tấn sẽ khuyến khích giá phân Urê xuất khẩu của Nga sẽ neo ở mức dưới 450 USD/tấn. Chúng tôi cho rằng mức 450 USD/tấn sẽ là mức chặn trên đối với giá phân Urê trong năm 2023, bởi mức giá này vẫn mang lại lợi nhuận tương đối lớn đối với các doanh nghiệp sản xuất Urê tại Nga khi giá thành sản xuất của nước này chỉ xấp xỉ ở mức 150 USD/tấn, thấp hơn nhiều so với mức 450 USD/tấn.

Giá bán Urê của DCM trong Q1/2023 đạt 9.672 đồng/kg, giảm -30,7% YoY, do có diễn biến tương đồng với giá Urê thế giới. Như vậy, biên lợi nhuận gộp của DCM trong Q1/2023 chỉ đạt 20,8% (-27,7 đpt YoY) do áp lực từ (1) giá bán Urê hạ nhiệt mạnh và (2) giá khí đầu vào tăng nhẹ.

2. Sản lượng tiêu thụ giảm -11,0% YoY do xuất khẩu suy giảm mạnh và nhu cầu nội địa phục hồi thấp

Giá bán lẻ phân Urê Cà Mau và giá gạo tấm (2019-2023)


Nguồn: Agromonitor, World Bank, FPTs tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ Urê trong Q1/2023 đạt 228,8 nghìn tấn (-11,0% YoY), do sản lượng xuất khẩu giảm -39,3% YoY, đạt 91,7 nghìn tấn, trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước phục hồi thấp hơn +29,3% YoY. Nhu cầu xuất khẩu giảm mạnh đến từ (1) tình hình phân Urê thế giới có sự gia tăng về nguồn cung và suy giảm về nhu cầu. Trong khi đó, nhu cầu phân Urê nội địa trong Q1/2023 có sự phục hồi thấp hơn, nhờ diễn biến trái chiều giữa (1) giá nông sản, đặc biệt là giá gạo (+13,8% YoY), và (2) giá phân bón (-39,7% YoY), giúp khả năng chi trả phân bón của người nông dân được cải thiện.

II. ƯỚC TÍNH KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 1H2023 [\(Quay lại\)](#)

Bảng 1: Ước tính kết quả kinh doanh 1H2023 và kế hoạch kinh doanh năm 2023 của DCM

Chỉ tiêu	1H2023	KH 2023	1H2023/KH
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	6,650	13.458,5	49,4%
LNST (tỷ đồng)	377	1.383,1	27,3%
- Tiêu thụ Urê (nghìn tấn)	498,6	860	58,0%
- Tiêu thụ NPK (nghìn tấn)	57,5	160	35,9%
- Tiêu thụ phân bón tự doanh (nghìn tấn)	100,8	211	47,8%

* Sản lượng tiêu thụ được ước tính dựa trên sản lượng tiêu thụ thực tế 5T2023 và kế hoạch T06/2023
 Nguồn: DCM, FPT S tổng hợp và ước tính

Theo chia sẻ của DCM, KQKD ước tính của DCM trong 1H2023 đạt 6,650 tỷ đồng doanh thu (49,4% KH và -18,5% YoY) và LNST đạt 377 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (27,3% KH và -85,1% YoY). Chúng tôi cho rằng LNST 2H2023 sẽ có sự cải thiện hơn so với 1H2023, nhờ (1) giá bán Urê kỳ vọng đã chạm đáy trong 1H2023 và hồi phục nhẹ trong 2H2023, (2) nhà máy Urê hết khấu hao trong T09/2023 và (3) hoàn lại một phần giá khí do giá khí tạm trich trong năm cao hơn so với giá khí thực tế sẽ quyết toán vào cuối năm.

Về sản lượng tiêu thụ trong 1H2023, chúng tôi ước tính dựa trên sản lượng tiêu thụ thực tế trong 5T2023 và kế hoạch trong T06/2023, cụ thể như sau: 498,6 nghìn tấn Urê (58,0% KH), 57,5 nghìn tấn NPK (35,9% KH) và 100,8 nghìn tấn phân bón tự doanh (47,8% KH).

III. TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2023

1. Triển vọng – Kém khả quan do giá Urê hạ nhiệt, điểm sáng đến từ giá khí sụt giảm và nhà máy Urê hết khấu hao [\(Quay lại\)](#)

Bảng 2: Dự phóng kết quả kinh doanh và kế hoạch kinh doanh năm 2023 của DCM

Chỉ tiêu	Dự phóng 2023	KH 2023	% Dự phóng/KH
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	13.222,7	13.458,5	98,2%
LNST (tỷ đồng)	1.492,1	1.383,1	107,9%

Nguồn: DCM, FPT S dự phóng

Kế hoạch kinh doanh năm 2023 của DCM được xây dựng vào nửa cuối năm 2022 – thời điểm giá phân bón vẫn ở mức cao. Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh năm 2023 của DCM lần lượt đạt 13.222,7 tỷ đồng doanh thu thuần (98,2% KH và -17,0% YoY) và 1.492,1 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (107,9% KH và -65,5% YoY). Như vậy, chúng tôi cho rằng DCM sẽ không hoàn thành được kế hoạch về doanh thu do giá các loại phân bón chính liên tục sụt giảm kể từ đầu Q3/2022 cho tới thời điểm hiện tại ([Xem thêm Phụ lục 1: Giá bán lẻ và bán buôn một số loại phân bón chính tại Việt Nam](#)). Mặc dù vậy, LNST của DCM nhiều khả năng vẫn đảm bảo được kế hoạch, dựa trên các giả định về mảng Urê - mảng kinh doanh chính của doanh nghiệp chiếm hơn 75% về doanh thu và 90% lợi nhuận gộp trong năm 2022. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận sau thuế của DCM năm 2023 ước đạt 18,6% (-17,2 đpt YoY) và 11,3% (-15,8 đpt YoY), chủ yếu do giá bán Urê năm 2023 dự kiến hạ nhiệt mạnh -28,5% YoY, tuy nhiên phần nào được bù đắp bởi (1) giá khí đầu vào ước tính giảm -9,5% YoY trong năm 2023 và (2) nhà máy Urê (Đạm) hết khấu hao trong T09/2023. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ Urê năm 2023 được chúng tôi dự phóng xấp xỉ so với năm 2022, đạt 885 nghìn tấn (+0,6% YoY). Các giả định trên được chúng tôi được chúng tôi phân tích cụ thể như sau:

► **Giá bán Urê năm 2023 dự kiến giảm -28,5% YoY, phục hồi ở mức thấp so với Q1/2023**

Chúng tôi ước tính giá bán Urê của DCM trong năm 2023 đạt 9.800 đồng/kg (-28,5% YoY), cao hơn 1,3% so với Q1/2023, dựa trên giả định giá Urê dự kiến sẽ phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm 2023. Điều này xuất phát từ nhu cầu phân bón thế giới thường cao hơn trong nửa cuối năm (yếu tố mùa vụ), đặc biệt ở 2 thị trường nhập khẩu phân Urê lớn nhất thế giới là Brazil và Ấn Độ ([Xem thêm Phụ lục 2: Mùa vụ tiêu thụ phân bón ở các khu vực lớn](#)). Hơn nữa, nguồn cung sản xuất ở EU dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp, do giá thành sản xuất Urê ở khu vực này vẫn ở mức 380-390 USD/tấn (với chi phí giá khí ở EU hiện đạt 14 USD/mmBTU), cao hơn nhiều so với chi phí nhập khẩu Urê từ Ai Cập. Do đó, công suất Urê ở khu vực châu Âu vẫn sẽ chưa được cải thiện mặc dù giá khí ở châu Âu đã hạ nhiệt.

Trong giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự phóng giá Urê của DCM sẽ giảm dần xuống mức 8.200 đồng/kg, do (1) việc mở rộng công suất đáng kể Urê trong giai đoạn 2021-2023, với công suất tăng thêm dự báo khoảng 24,6 triệu tấn/năm, tập trung ở Ấn Độ, Nigeria, Nga và Trung Quốc và (2) các dự án này sẽ cần thời gian để đi vào vận hành ổn định.

► **Giá khí đầu vào năm 2023 ước tính giảm -9,5% YoY theo đà giảm của giá dầu**

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá khí giai đoạn 2022-2029F so với [Báo cáo định giá ngày 24/04/2023](#) do nguyên tắc phân bổ nguồn khí mới được áp dụng từ năm 2022 theo tỷ lệ tiêu thụ thực tế của cả cụm KĐĐ. Theo chia sẻ của DCM, giá khí năm 2022 sau khi quyết toán với PVN là 9,7 USD/mmBTU, qua đó chúng tôi ước tính tỷ lệ mua ngoài từ Petronas chiếm 28,5% trong cơ cấu nguồn tiêu thụ khí năm 2022 của nhà máy Đạm Cà Mau. Ngoài ra, chúng tôi ước tính DCM được hoàn lại một phần chi phí giá khí ~83,7 tỷ đồng trong năm 2022 sau khi quyết toán với PVN, nhờ việc tạm trích giá khí trong năm cao hơn so với giá khí thực tế quyết toán, được tính bằng mức chênh lệch khoản dự phòng tiền khí giữa báo cáo tài chính năm 2022 trước và sau soát xét do (1) thời điểm quyết toán giá khí năm 2022 xảy ra trong Q1/2023 và (2) PVN chưa xuất hóa đơn giá khí cho DCM.

Giá khí mà chúng tôi dự phóng trong giai đoạn 2023-2029F dưới đây là giá khí mà DCM sẽ quyết toán với PVN, không phải là giá khí mà DCM đang tạm trích trong năm. Năm 2023, DCM đang tạm trích giá khí dựa trên tỷ lệ mua ngoài của Petronas chiếm 50% trong tổng nguồn tiêu thụ khí, tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức này tương đối thận trọng. Chúng tôi cho rằng tỷ trọng nguồn khí mua ngoài từ Petronas sẽ chiếm 35% trong năm 2023, cao hơn mức 28,5% năm 2022, do nhu cầu tiêu thụ khí của hai nhà máy Điện Cà Mau 1 và 2 sẽ gia tăng khi chu kỳ El Nino trở lại trong năm 2023. Hiện tượng El Nino gây khô hạn sẽ làm sản lượng thủy điện sụt giảm, từ đó thúc đẩy nhu cầu huy động từ các nhà máy nhiệt điện. Vì vậy, giá khí năm 2023 của DCM được chúng tôi ước tính đạt 8,78 USD/mmBTU (-9,5% YoY), chủ yếu nhờ đà giảm của giá dầu Brent và dầu FO, ước tính giảm lần lượt -21,2% YoY và -9,4% YoY trong năm 2023.

Chúng tôi xây dựng kịch bản dự phóng giá khí năm 2023F–2029F dựa trên các giả định sau:

➤ Giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu Brent được dự báo bởi EIA và Fitch Solutions.

Sau thông báo của OPEC+ vào 04/06/2023 về việc kéo dài thời gian cắt giảm sản lượng dầu thô đến năm 2024, EIA dự báo tồn kho dầu toàn cầu sẽ giảm dần trong các quý tiếp theo. Đây sẽ là động lực thúc đẩy giá dầu thô tăng dần cho tới cuối năm 2024. EIA dự báo giá dầu Brent sẽ ở mức 79,5 USD/thùng trong 2023 trước khi tăng lên mức 83,5 USD/thùng vào năm 2024. Giai đoạn 2025-2029F, chúng tôi dự phóng giá dầu Brent sẽ ổn định ở mức 80 USD/thùng dựa theo dự báo của Fitch Solutions.

➤ Phí vận chuyển và phân phối khí các năm tiếp theo giữ mức cố định 1,07 USD/mmBTU.

➤ Tỷ trọng mua ngoài từ Petronas trong cơ cấu nguồn khí tiêu thụ giữ nguyên ở mức 35%.

Bảng 3: Kịch bản dự phóng giá khí đầu vào của DCM giai đoạn 2023–2029F

Dự phóng cơ sở	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Giá dầu Brent (USD/thùng)	70,9	100,9	79,5	83,5	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
Giá khí mua ngoài từ Petronas (USD/mmBTU)	9,00	12,82	10,10	10,61	10,16	10,16	10,96	10,96	10,96
Tỷ trọng mua ngoài từ Petronas (%)	10,0%	28,5%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Giá dầu FO (USD/tấn)	415,3	502,4	455,2	436,9	436,9	436,9	436,9	436,9	436,9
Giá khí mua theo quyền nhận từ PVN (USD/mmBTU)	4,70	5,69	5,16	4,95	4,95	4,95	4,95	4,95	4,95
Tỷ trọng mua theo quyền nhận từ PVN (%)	90,0%	71,5%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%
Giá khí (trước chi phí vận chuyển và VAT)	5,13	7,72	6,89	6,93	6,77	6,77	7,05	7,05	7,05
Phí vận chuyển (USD/mmBTU)	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Giá khí (bao gồm VAT)	6,85	9,70	8,78	8,82	8,65	8,65	8,96	8,96	8,96
Biến động giá khí (% YoY)		+41,6%	-9,5%	+0,5%	-1,9%	0,0%	+3,6%	0,0%	0,0%

Nguồn: EIA, Fitch Solutions, DCM, FPTSS ước tính và dự phóng

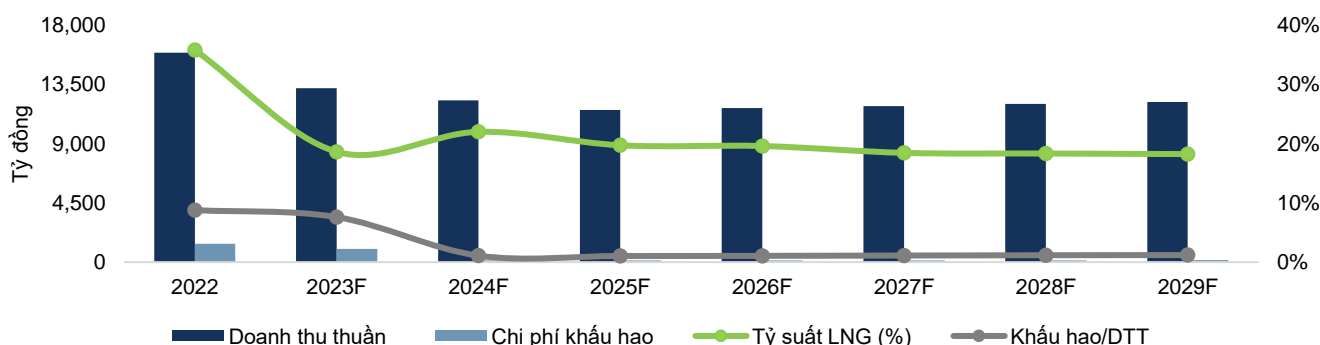
► **Sản lượng tiêu thụ Urê năm 2023 đi ngang +0,6% YoY nhờ nhu cầu tiêu thụ nội địa phục hồi**

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ phân Urê (bao gồm Urê và Urê quy đổi) của DCM trong năm 2023 sẽ xấp xỉ so với mức năm 2022, đạt 885 nghìn tấn (+0,6% YoY) nhờ nhu cầu tiêu thụ phân Urê nội địa dự kiến sẽ phục hồi trở lại kể từ Q2/2023 trở đi. Nhu cầu phục hồi đến từ (1) giá Urê đã tạo đáy và thiết lập 1 mặt bằng giá ổn định hơn giúp cởi bỏ tâm lí e ngại khi nhập hàng của các đại lý phân bón và (2) giá nông sản kỳ vọng vẫn giữ ở mức cao, đặc biệt là giá gạo năm 2023 được World Bank dự báo tăng +26,1% YoY, đạt 510 USD/tấn. Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của DCM ổn định ở mức 890 nghìn tấn/năm (111,3% CSTK).

► **Nhà máy Urea hết khấu hao kể từ T09/2023, kỳ vọng sẽ thúc đẩy đáng kể lợi nhuận kể từ năm 2024**

DCM sử dụng chính sách khấu hao đường thẳng cho nhà máy Urê (Đạm Cà Mau) trong vòng 12 năm, với chi phí khấu hao nhà máy mỗi năm ước tính dao động 1.200-1.300 tỷ đồng/năm. Với việc nhà máy Urê đã đi vào vận hành thương mại kể từ năm 2012, nhà máy này dự kiến sẽ hết khấu hao trong T09/2023, với chi phí khấu hao nhà máy trong năm 2023 ước tính ~874 tỷ đồng. Như vậy, chi phí khấu hao/doanh thu của DCM sẽ giảm từ mức 8,8% trong năm 2022, xuống mức dự phóng 7,6% trong năm 2023 trước khi về mức ~ 1,1% trong giai đoạn 2024-2029F (chủ yếu là chi phí khấu hao nhà máy NPK). Điều này sẽ là động lực thúc đẩy lợi nhuận của DCM kể từ năm 2023, và bắt đầu đóng góp đáng kể hơn từ năm 2024.

Doanh thu thuần, khấu hao và biên LNG của DCM (2022-2029F)

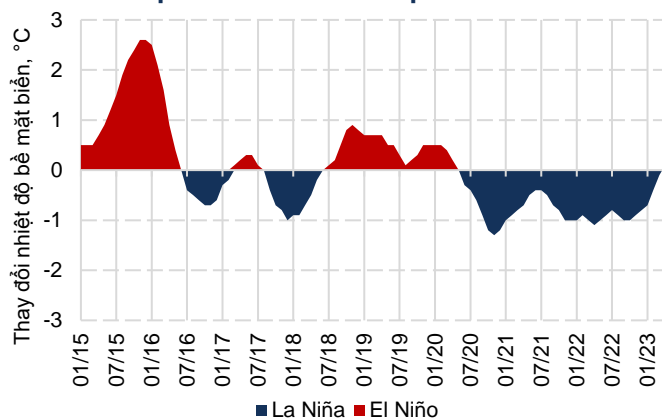


Nguồn: DCM, FPTSS dự phóng

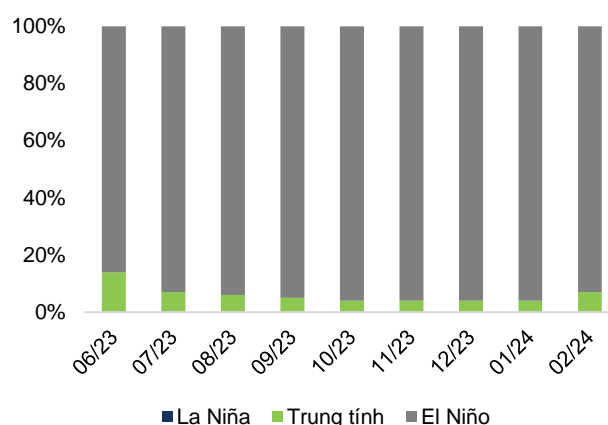
2. Rủi ro – El Nino trở lại dự kiến tác động tiêu cực đến nhu cầu phân bón trong nước vào cuối năm 2023 [\(Quay lại\)](#)

Theo CPC, hiện tượng La Nina sau khi kéo dài từ T08/2021 đã chính thức chấm dứt kể từ T01/2023, trước khi chuẩn bị bước sang pha El Nino với xác suất xảy ra rất cao. Trạng thái El Nino tại Việt Nam sẽ khiến thời tiết khô hạn hơn và mùa khô kéo dài lâu hơn, qua đó gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động canh tác và làm giảm nhu cầu bón phân. Chúng tôi nhận thấy hiện tượng El Nino đã có những tác động tiêu cực đến một số vùng canh tác ở khu vực phía Bắc, đặc biệt ở những nơi phụ thuộc hoàn toàn vào tự nhiên mà không có nguồn nước dự trữ sẵn. Bên cạnh đó, El Nino cũng gây ra tình trạng hạn mặn xâm nhập sâu cao hơn vào đất liền trong mùa khô (kéo dài từ tháng 11 đến tháng 4 năm sau) ở khu vực Tây Nam Bộ, gây ảnh hưởng lớn đến diện tích gieo trồng, từ đó tác động đến nhu cầu phân bón. Chúng tôi cho rằng hiện tượng El Nino sẽ bắt đầu có ảnh hưởng đáng kể đến nhu cầu tiêu thụ phân bón kể từ cuối năm 2023 - thời điểm bắt đầu mùa khô ở khu vực Tây Nam Bộ.

Chỉ số ONI thể hiện thay đổi nhiệt độ bề mặt nước biển khu vực Nino 3.4



Xác suất xảy ra hiện tượng ENSO



Nguồn: Trung tâm Dự báo Khí hậu (CPC), Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI), FPTTS tổng hợp

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh và triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi cập nhật dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DCM giai đoạn 2023–2029F như sau:

Màng Urê

Sản lượng tiêu thụ

Năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Urê đạt 885 nghìn tấn (+0,6% YoY) nhờ giá Urê hạ nhiệt kích thích nhu cầu tiêu thụ nội địa. Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Urê ổn định ở mức 890 nghìn tấn (111,3% CSTK).

Giá phân Urê

Năm 2023, chúng tôi dự phóng giá phân Urê sẽ đạt 9.800 đồng/kg (-28,5% YoY), dựa vào chi phí năng lượng hạ nhiệt và các chính sách thương mại kìm hãm giá phân Urê. Giai đoạn 2024–2029F, giá phân Urê sẽ giảm dần về mức 8.200 đồng/kg do việc gia tăng mạnh công suất Urê toàn cầu trong giai đoạn 2021-2023.

Màng NPK

Sản lượng tiêu thụ

Năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của phân NPK đạt 150 nghìn tấn (+79,3% YoY) nhờ (1) giá phân NPK hạ nhiệt sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước, đặc biệt là màng NPK chất lượng cao và (2) nhà máy NPK của DCM vẫn chưa hoạt động hết công suất. Giai đoạn 2024-2029F, sản lượng tiêu thụ tăng dần 15 nghìn tấn/năm, đạt 240 nghìn tấn năm 2029F, tương đương 80% CSTK.

Giá phân NPK

Năm 2023, giá bán NPK được chúng tôi dự phóng đạt 11.800 đồng/kg (-19,0% YoY), do giá phân đơn đầu vào dự kiến hạ nhiệt. Giai đoạn 2024–2029F, giá phân NPK giảm dần về mức 10.500 đồng/kg.

Màng phân bón thương mại

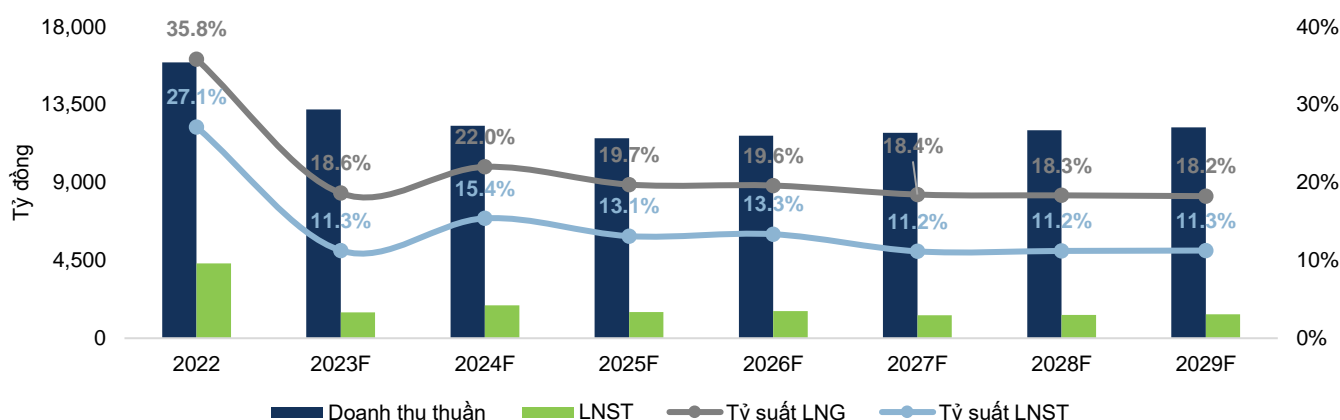
Sản lượng tiêu thụ

Năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của phân bón thương mại đạt 210 nghìn tấn (+70,1% YoY) nhờ (1) việc đứt gãy chuỗi cung ứng phân bón dần được khắc phục và (2) ký kết phân phối độc quyền phân DAP của Tập đoàn Vân Thiên Hóa. Giai đoạn 2024-2029F, sản lượng tiêu thụ ổn định ở mức 210 nghìn tấn/năm.

Giá phân bón thương mại

Năm 2023, giá bán phân bón thương mại được chúng tôi dự phóng đạt 11.000 đồng/kg (-29,2% YoY). Giai đoạn 2024–2029F, giá phân bón thương mại giảm dần về mức 9.000 đồng/kg.

Kết quả dự phóng doanh thu, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của DCM



TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DCM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE). Giá mục tiêu của một cổ phiếu DCM được xác định là **26.800 đồng/cp**, thấp hơn 0,4% so với mức giá đóng cửa ngày 26/06/2023. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại. ([Quay lại](#))

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	26.765	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	26.779	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/ cổ phiếu)		26.800	

CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giá định mô hình	Cập nhật T06/2023	Cập nhật T04/2023	Giá định mô hình	Cập nhật T06/2023	Cập nhật T04/2023
WACC 2023	16,0%	16,3%	Phần bù rủi ro	11,47%	12,48%
Chi phí sử dụng nợ	5,0%	5,0%	Hệ số beta không đòn bẩy	1,03	1,03
Chi phí sử dụng VCSH	16,1%	16,4%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,14%	3,14%	Thời gian dự phóng	7 năm	7 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

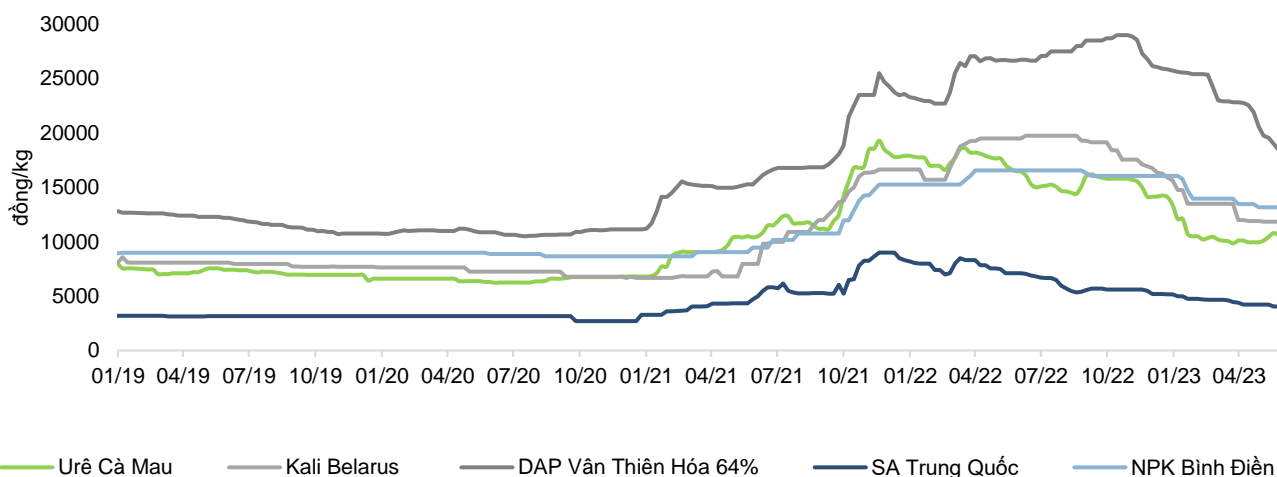
Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	12.047.554
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu đồng)	2.125.625
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)	3.608
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	14.169.572
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	529.400
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)	26.765
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	14.176.641
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)	26.779

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

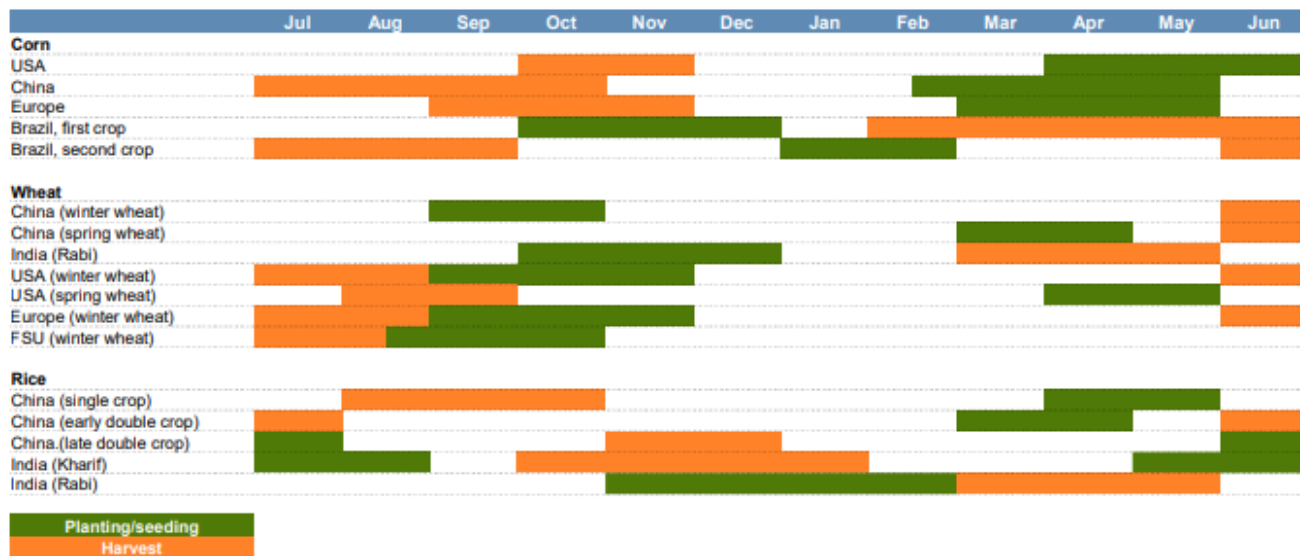
HĐKD (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	15.925	13.223	12.277	11.548
- Giá vốn hàng bán	10.221	10.759	9.576	9.270
Lợi nhuận gộp	5.703	2.463	2.701	2.278
- Chi phí bán hàng	698	712	612	576
- Chi phí quản lí DN	653	505	469	441
Lợi nhuận thuần HĐKD	4.353	1.246	1.620	1.261
- (Lỗ)/lãi HĐTC	241	375	437	462
- Lợi nhuận khác	3	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	4.596	1.622	2.057	1.723
- Chi phí lãi vay	10	3	3	5
Lợi nhuận trước thuế	4.596	1.622	2.057	1.723
- Thuế TNDN	270	130	165	207
- Thuế hoãn lại	5	0	0	0
LNST	4.321	1.492	1.893	1.516
- Lợi ích cổ đông thiểu số	5	3	3	3
LNST của cổ đông CT Mẹ	4.316	1.489	1.890	1.513
EPS (đ)	7.701	2.616	3.319	2.659
EBITDA	5.994	2.627	2.191	1.843
Khấu hao	1.398	1.005	134	120
Tăng trưởng doanh thu	61%	-17%	-7%	-6%
Tăng trưởng LN HĐKD	138%	-71%	30%	-22%
Tăng trưởng EBIT	135%	-65%	27%	-16%
Tăng trưởng EPS	151%	-66%	27%	-20%
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35,8%	18,6%	22,0%	19,7%
Tỷ suất LNST	27,1%	11,3%	15,4%	13,1%
ROE DuPont	47,7%	13,8%	16,5%	12,5%
ROA DuPont	34,2%	10,8%	13,8%	10,6%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	28,9%	12,3%	16,8%	14,9%
LNST/LNTT	93,9%	91,8%	91,9%	87,8%
LNTT/EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	126,2%	95,9%	89,5%	81,2%
Đòn bẩy tài chính	139,5%	127,3%	119,9%	117,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023F	2024F	2025F
Số ngày phải thu	0,53	1,11	1,11	1,11
Số ngày tồn kho	80,11	69,71	69,71	69,71
Số ngày phải trả	36,73	45,04	45,04	45,04
Thời gian luân chuyển tiền	43,91	25,78	25,78	25,78
COGS / Hàng tồn kho	4,48	5,33	5,33	5,34
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023F	2024F	2025F
CS thanh toán hiện hành	4,04	4,98	5,67	6,12
CS thanh toán nhanh	3,25	4,13	4,85	5,29

CĐKT	2022	2023F	2024F	2025F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	2.126	1.838	1.774	1.750
+ Đầu tư TC ngắn hạn	6.812	7.500	8.500	9.000
+ Các khoản phải thu	188	223	214	207
+ Hàng tồn kho	2.283	2.019	1.796	1.737
+ Tài sản ngắn hạn khác	216	195	185	178
Tổng tài sản ngắn hạn	11.624	11.774	12.469	12.873
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	15.271	15.394	15.478	15.556
+ Khấu hao lũy kế	-13.111	-14.093	-14.204	-14.322
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	2.160	1.301	1.274	1.234
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	303	303	303	303
+ Xây dựng cơ bản dở dang	33	0	0	0
Tổng tài sản dài hạn	2.543	1.628	1.578	1.537
Tổng Tài sản	14.167	13.403	14.047	14.410
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	1.028	1.328	1.182	1.144
+ Vay và nợ ngắn hạn	3	108	96	93
+ Quý khen thưởng	307	104	132	106
Nợ ngắn hạn	2.874	2.362	2.199	2.105
+ Vay và nợ dài hạn	1	0	0	0
+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	687	0	0	0
Tổng nợ	3.561	2.362	2.199	2.105
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	5.294	5.294	5.294	5.294
+ LN chưa phân phối	3.018	3.227	3.748	3.976
Vốn chủ sở hữu	10.576	11.008	11.813	12.267
Lợi ích cổ đông thiểu số	35	38	41	44
Tổng cộng nguồn vốn	14.167	13.403	14.047	14.410
Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền đầu năm	428	2.126	1.838	1.774
Lợi nhuận sau thuế	4.316	1.489	1.890	1.513
+ Khấu hao	1.398	1.005	134	120
+ Điều chỉnh	-117	-1.656	-1.092	-622
+ Thay đổi vốn lưu động	-688	-186	52	0
Tiền từ hoạt động KD	5.732	652	984	1.011
+ Thanh lý tài sản cố định	3	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-147	-91	-83	-79

CS thanh toán tiền mặt	3,11	3,95	4,67	5,11	+ Tăng (giảm) đầu tư	-2.450	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,00	0,01	0,01	0,01	+ Các hđ đầu tư khác	209	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,00	0,01	0,01	0,01	Tiền từ hđ đầu tư	-2.385	-91	-83	-79
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,00	0,01	0,01	0,01	+ Cổ tức đã trả	-948	-953	-953	-953
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Khả năng TT lãi vay	447,34	582,29	747,06	338,97	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-687	105	-12	-3
					+ Thay đổi nợ dài hạn	-2	-1	0	0
					+ Các hoạt động TC khác	5	0	0	0
					Tiền từ hoạt động TC	-1.631	-849	-965	-956
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.716	-287	-65	-23
					Tiền cuối năm	2.126	1.838	1.774	1.750

PHỤ LỤC
Phụ lục 1: Giá bán lẻ và bán buôn một số loại phân bón chính tại Việt Nam ([Trở về nội dung chính](#)).
Giá bán lẻ và bán buôn một số loại phân bón chính tại Việt Nam


Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp

Phụ lục 2: Mùa vụ tiêu thụ phân bón ở các khu vực lớn ([Trở về nội dung chính](#)).


Nguồn: USDA, FPTS tổng hợp

Thời điểm gieo hạt (planting) và thu hoạch (harvesting) giữa các khu vực có sự phân hóa tương đối lớn, chủ yếu do khác biệt về thời tiết. Điều này dẫn đến sự khác nhau về thời điểm bón phân giữa các khu vực khi phân bón thường được sử dụng vào lúc gieo hạt. Cụ thể, nhu cầu phân bón ở Bắc bán cầu thường có điểm rơi vào nửa đầu năm, trong khi ở Nam bán cầu sẽ vào vào nửa cuối năm. Tuy nhiên, lúa mì trong vụ đông (winter wheat) là một ngoại lệ khi thời điểm gieo trồng và bón phân khác nhau (gieo trồng vào nửa cuối năm, bón phân vào mùa xuân năm sau). Ngoài ra, ở một số quốc gia, một số loại cây trồng được thu hoạch một năm hai lần, đặc biệt áp dụng cho các nước ở Nam bán cầu như Ấn Độ và Brazil.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu DCM, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Trụ sở chính**

Số 52 - Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, 136 - 138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, phường Thạch
Thang, quận Hải Châu, TP Đà Nẵng.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888