

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

Lực đẩy từ giá bán chưa đủ lớn

Chúng tôi định giá cổ phiếu DCM dựa trên hai phương pháp: **chiết khấu dòng tiền (DCF) và tổng các thành phần (SoTP)**, với tỷ trọng 50:50. Kết quả cho thấy mức giá hợp lý dài hạn của DCM là **34.500 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với **P/E dự phóng năm 2025/2026 ở mức 12,6x và 13,1x**. Nếu tính thêm **cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/cổ phiếu**, tổng lợi nhuận kỳ vọng đạt 17%.

- DCM hiện là doanh nghiệp đứng thứ hai trong ngành phân bón Ure tại Việt Nam, nắm giữ thị phần ure trung bình từ 26-30% trên toàn quốc và chiếm ưu thế vượt trội với 60-65% thị phần tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long.
- Tăng trưởng của DCM chủ yếu tập trung vào chiến lược xây dựng thương hiệu và đẩy mạnh quảng bá sản phẩm nhằm gia tăng sản lượng tiêu thụ khi nhu cầu tiêu thụ phân Ure và NPK nội địa đạt trạng thái bão hòa với nguồn cung vượt cầu.
- Giá bán phân Ure biến động chủ yếu theo chi phí khí khi sản phẩm phân bón liên quan đến an ninh lương thực quốc gia. Vì vậy, LNST CDM ước tăng kếp nhẹ 2%/năm từ mức 1.420 tỷ đồng năm 2024 lên 1.572 tỷ đồng năm 2029 khi giá bán khó tăng.
- Biên lợi nhuận gộp dự báo đạt 20,6% năm 2025 (+190 bps YoY) và ổn định tại mức trung bình 20,4% giai đoạn 2026-2029 nhờ luật thuế VAT số 48/2024/QH15 có hiệu lực từ nửa cuối năm 2025 và chi phí khí dự giảm nhanh hơn giá bán phân bón. Biên gộp sau năm 2028 dự kiến giảm dần khi nguồn cung khí giá rẻ giảm.
- Mảng phân bón NPK kỳ vọng tăng trưởng kếp 8% giai đoạn 2024-2029, chủ yếu nhờ xuất khẩu và chiếm thị phần các doanh nghiệp khác thông qua sản phẩm NPK một hạt.
- Tỷ lệ vốn vay của DCM an toàn khi cơ cấu vốn vay thấp với khoản vay ngắn hạn là chủ đạo. Tỷ trọng vay nợ kỳ vọng giảm dần khi doanh nghiệp sử dụng lợi nhuận thanh toán nợ vay.

Ngoài ra, diễn biến cổ phiếu có sự tương quan mạnh mẽ đến giá phân bón thế giới, vì vậy biến động giá phân bón có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Rủi ro

- *Giá bán tăng do giá phân bón thế giới biến động tăng do giá khí neo cao do rủi ro địa chính trị và thuế quan. Giá bán giảm do Trung Quốc xuất khẩu phân bón trở lại và giá phân thế giới giảm nhanh khi giá khí thế giới giảm nhanh.*
- *Giá khí đầu vào tăng do phải sử dụng nguồn khí giá cao ảnh hưởng lên biên gộp.*

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	15.925	12.571	13.456	13.535	13.358	13.715
Tăng trưởng (%)	61%	-21%	7%	1%	-1%	3%
EBITDA	5.718	1.767	1.770	1.920	1.886	1.930
LNST CTM	4.316	1.109	1.420	1.449	1.398	1.442
Tăng trưởng (%)	137%	-74%	28%	2%	-4%	3%
Biên ròng (%)	27%	9%	11%	11%	10%	11%
ROA (%)	30%	7%	9%	10%	10%	10%
ROE (%)	41%	11%	14%	14%	14%	14%
EPS cơ bản (VND)	8.153	2.095	2.682	2.737	2.641	2.723
GTSS (VND)	19.978	18.768	19.162	19.245	19.075	19.306
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.800	3.000	2.000	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	3,4	18,0	15,6	11,3	11,7	11,4
P/B (x)	1,33	1,73	1,87	1,6	1,6	1,6

Nguồn: DCM, CTCK Rong Viet. Dựa trên giá đóng cửa ngày 17/04/2025.

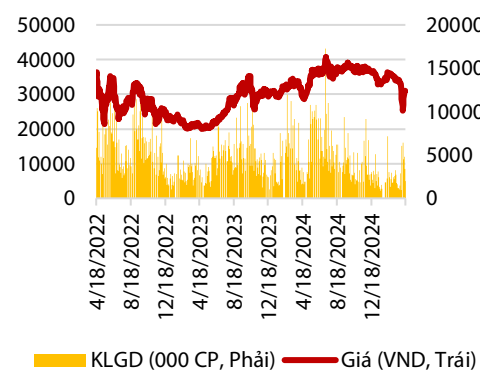
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	31.000
Giá mục tiêu (VND)	34.500

Cổ tức 12 tháng tới dự kiến (VND) 2.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Phân bón
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.411
SLCPDLH (triệu cp)	529
Beta	0,92
Free Float (%)	70
Giá cao nhất 52 tuần	41.800
Giá thấp nhất 52 tuần	24.750
KLGD bình quân 20 phiên	468.555



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
DCM	-8,0	4,5	47,4
VN30 Index	-0,8	7,6	22,3
VN-Index	-2,6	2,0	15,5

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn dầu khí	76
Khác	24
Giới hạn sở hữu NGTNN còn lại (%)	70

Hiển Lê

(084) 028 - 6299 2006

hien.ln@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	13,37%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	9,00%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	11.953
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,00%	+ Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá	8.388
Lãi suất phi rủi ro	5,00%	- Nợ	(950)
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,00%	Giá trị vốn chủ sở hữu	19.391
Beta	1	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	529
Exit EV/EBITDA	5,46	Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)	36.628

Nguồn: CTCK Rong Việt

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của DCM trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

WACC	Exit EV/EBITDA					
		3,46	4,46	5,46	6,46	7,46
	9,4%	34.811	37.365	39.918	42.472	45.026
	11,4%	33.509	35.852	38.195	40.538	42.882
	13,4%	32.321	34.475	36.628	38.782	40.935
	15,4%	31.237	33.219	35.201	37.183	39.165
	17,4%	30.245	32.072	33.898	35.725	37.552

Nguồn: CTCK Rong Việt

Bảng 2: Bảng EV/EBITDA mục tiêu của DCM

	EV/EBITDA mục tiêu	Tỷ trọng mảng/tổng lợi nhuận	EV/EBITDA mục tiêu
Mảng phân Ure	5,0	69,5%	3,48
Mảng phân NPK	7,1	22,0%	1,56
Mảng khác	5,0	8,5%	0,42
Tổng EV/EBITDA mục tiêu			5,46

Nguồn: CTCK Rong Việt

Chúng tôi xác định EV/EBITDA mục tiêu dựa trên trung bình 5 năm chỉ số EV/EBITDA của các doanh nghiệp đang kinh doanh trên thế giới và chỉ số EV/EBITDA của các thương vụ mua bán sáp nhập của các doanh nghiệp trên thế giới đối với các doanh nghiệp bị thôn tóm từ 20% cổ phần trở lên như đề cập trong [Nhật ký chuyên viên ngành phân bón “Góc nhìn về các vụ sáp nhập đình đám” ngày 19/02/2025](#).

Nguyên nhân là do chúng tôi nhận thấy sử dụng mỗi chỉ số EV/EBITDA trung bình 5 năm 2020-2024 của các doanh nghiệp kinh doanh đến hiện tại chưa phản ánh đầy đủ giá trị hợp lý. Vì vậy, chúng tôi sử dụng thêm chỉ số EV/EBITDA của các thương vụ sáp nhập.

Bảng 3: Bảng EV/EBITDA mục tiêu của mảng phân Ure

	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình 2020-2024
CF Industries Holdings	9,0	7,3	3,2	5,8	6,7	6,4
DPM Việt Nam	3,6	1,3	9,5	4,2	8,4	5,4
DCM Việt Nam	4,8	0,9	4,2	3,1	8,8	4,4
China XLX Fertiliser	7,6	4,8	4,3	4,3	4,6	5,1
Trung bình						5,3
Trung bình theo thương vụ M&A						4,6
EV/EBITDA mục tiêu						5,0

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 4: Bảng EV/EBITDA mục tiêu của mảng phân NPK

	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình 2020-2024
Nutrien Ltd	13,1	7,8	3,7	7,9	7,5	8,0
ICL Group	13,2	8,9	3,0	5,3	6,2	7,3
Yara International ASA	6,7	8,2	3,0	8,8	6,1	6,5
BFC VN Equity	5,2	6,1	5,8	5,7	4,0	5,4
Trung bình						6,8
Trung bình theo thương vụ M&A						7,5
EV/EBITDA mục tiêu (trung bình)						7,1

Nguồn: CTCK Rông Việt

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP TỔNG CÁC THÀNH PHẦN (SoTP)

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tổng các thành phần (SoTP) cho DCM với việc định giá 2 mảng chính của DCM bằng phương pháp so sánh P/E. Giá mục tiêu của DCM như bảng dưới.

Bảng 5: Giá mục tiêu ước tính của DCM theo phương pháp SoTP qua 2 năm

Giá mục tiêu	2025	2026	P/E mục tiêu
-Urea	20.832	20.808	11,8
-NPK	6.479	7.224	12,0
-Khác	5.040	3.187	11,9
Giá mục tiêu DCM (nghìn đồng/cổ phần)	32.351	31.218	
P/E dự phóng (lần)	11,8	11,8	

Nguồn: CTCK Rông Việt

Ở mỗi mảng chính, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh như sau:

Mảng phân bón Ure

Bảng 6: Chỉ số P/E trung bình (lần) của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành phân Ure

P/E	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình 2020-2024
CF Industries Holdings (USA)	32,26	11,11	4,73	10,03	13,31	14,29
China BlueChemical	4,8	4,2	3,7	3,9	7,26	4,77
DPM Việt Nam	12,25	6,45	3,16	32,33	23,06	15,45
DCM Việt Nam	13,77	11,94	3,44	18,03	15,57	12,55
Trung bình	16,03	8,21	3,55	16,09	13,71	11,77

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Bảng 7: Bảng độ nhạy cho đóng góp của mảng trên mỗi cổ phiếu và P/E

EPS (VND)	P/E						
			9,8	10,8	11,8	12,8	13,8
	2025	1.923	18.776	20.699	22.622	24.544	26.467
	2026	1.846	18.031	19.877	21.723	23.570	25.416
	2027	1.910	18.653	20.563	22.473	24.383	26.293
	2028	2.043	19.952	21.995	24.038	26.081	28.124
	2029	2.065	20.165	22.230	24.295	26.360	28.425

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mảng phân NPK

Bảng 8: Chỉ số P/E trung bình (lần) của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành phân NPK

P/E	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình 2020-2024
Nutrien Ltd	28,3	12,7	5,6	13,8	16,4	15,37
ICL Group		15,8	4,3	10,1	15,4	11,42
Yara International ASA	11,6	22,7	3,5			12,60
BFC VN Equity	8,3	9,5	7,3	10,6	7,1	8,56
Trung bình	16,07	15,18	5,16	11,50	13,01	11,99

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 9: Bảng độ nhạy cho giữa đóng góp của mảng NPK mỗi cổ phiếu và P/E

EPS (VND)	P/E						
			10,0	11,0	12,0	13,0	14,0
	2025	521	5.203	5.724	6.245	6.765	7.286
	2026	537	5.359	5.896	6.433	6.970	7.506
	2027	553	5.523	6.076	6.629	7.182	7.735
	2028	629	6.281	6.910	7.539	8.168	8.797
	2029	652	6.514	7.167	7.819	8.471	9.124

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Đối với mảng buôn bán và mảng khác, chúng tôi cho P/E mục tiêu tương đương trung bình P/E mảng phân Ure và mảng phân NPK tại 11,8 lần.

Tổng hợp 2 phương pháp với tỷ lệ 50:50, giá cổ phiếu cho mục tiêu trong 1 năm tới ở mức 34.500 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E dự phóng năm 2025/2026 ở mức 12,6x và 13,1x. Nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình.

Chúng tôi xin lưu ý nhà đầu tư rằng nhận định phân tích của chúng tôi dựa trên giả định là giá phân bón ít biến động khi tình hình Mỹ- Nga ổn định và giá khí thế giới dự kiến giảm dần. Nếu giả định trọng yếu này diễn biến khác với kỳ vọng của chúng tôi, hiệu quả hoạt động kinh doanh của DCM tăng đáng kể trong ngắn hạn.

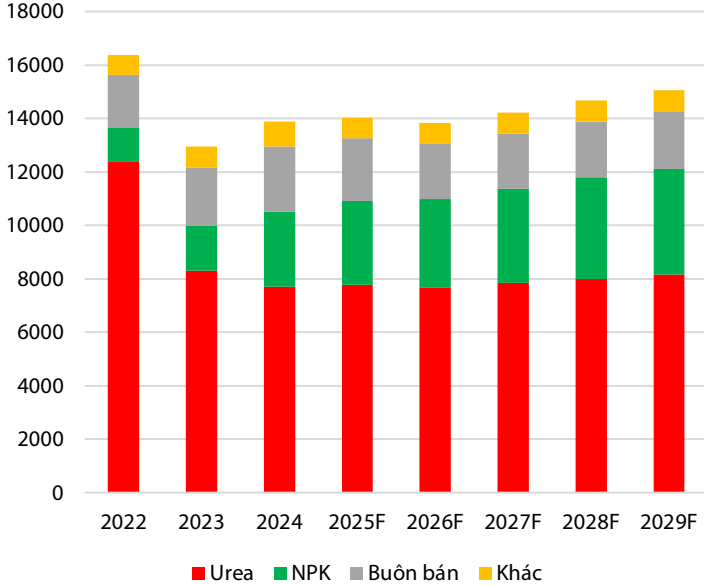
Sau đây, chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu DCM, hỗ trợ cho phần định giá như sau:

MỤC LỤC	
A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029	Tham khảo trang 6
B. PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Tham khảo trang 17
1. Tổng quan doanh nghiệp	Tham khảo trang 17
2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi	Tham khảo trang 17
2. Chuỗi giá trị doanh nghiệp	Tham khảo trang 18
PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029	Tham khảo trang 19
PHỤ LỤC 2 – CÁC DOANH NGHIỆP KINH DOANH TƯƠNG ĐỒNG VỚI DCM	Tham khảo trang 20
PHỤ LỤC 3 – QUY MÔ THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN	Tham khảo trang 23
PHỤ LỤC 4 – MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA GIÁ PHÂN TRONG NƯỚC VÀ GIÁ CỔ PHIẾU DCM	Tham khảo trang 26
PHỤ LỤC 5: TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ VAT LÊN BẢNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH	Tham khảo trang 27
PHỤ LỤC 6: TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ QUAN LÊN NGÀNH PHÂN BÓN	Tham khảo trang 28

A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2029 (quay về trang 5)

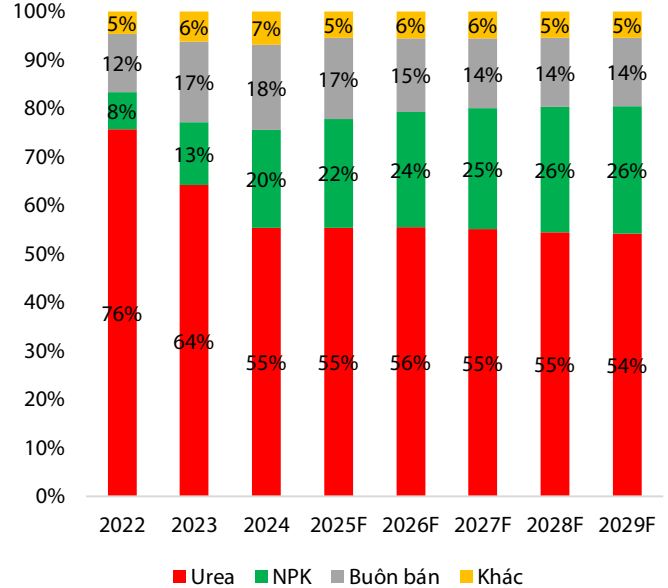
Doanh thu: Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu của DCM tăng từ 13.455 tỷ đồng năm 2024 lên 15.750 tỷ đồng năm 2029 (tương đương tăng trưởng 3%/năm trong giai đoạn 2024-2029) với động lực chính từ đóng góp của mảng phân bón.

Hình 1: Doanh thu thuần của DCM (Tỷ đồng)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Thị phần doanh thu theo mảng kinh doanh



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Mảng phân bón: tiếp tục là mảng đóng góp doanh thu cao nhất trong nhiều năm. Doanh thu mảng phân bón dự kiến tăng trưởng kép 3% giai đoạn 2024-2029 nhờ doanh thu mảng phân NPK tăng trưởng 8%/năm nhờ sản phẩm NPK một hạt, trong khi mảng phân Ure tăng trưởng nhẹ 2%/năm nhờ vào xuất khẩu và thay đổi bút toán ghi nhận doanh thu sau khi luật thuế VAT thông qua vào tháng 7/2025 ([xem trang 27](#)).

1/ Mảng phân Ure

Diễn biến giai đoạn 2016-2024

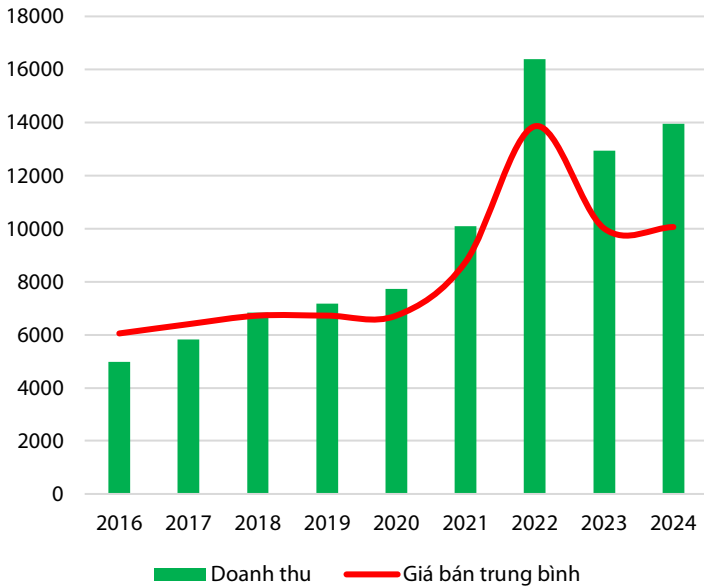
Trong giai đoạn 2016-2024, doanh thu từ mảng này đã ghi nhận nhiều biến động đáng kể theo diễn biến giá bán, trong khi sản lượng tiêu thụ duy trì ở mức trung bình 821 nghìn tấn/năm, cao hơn công suất thiết kế là 800 nghìn tấn/năm. Cụ thể như sau:

Trong giai đoạn 2016-2020, giá bán trung bình của DCM tăng trưởng ổn định với mức tăng trưởng 3%/năm, từ 6 nghìn đồng/kg vào năm 2016.

Giai đoạn 2021-2022 đánh dấu đỉnh doanh thu với giá bán tăng đột biến. Năm 2021, giá bán DCM tăng mạnh 30% YoY lên 8,7 nghìn đồng/kg và tiếp tục tăng vọt 58% YoY trong năm 2022, đạt mức đỉnh giá bán trung bình tại 13,8 nghìn đồng/kg. Đặc biệt, trong quý 1/2022, giá bán đạt mức kỷ lục 17 nghìn đồng/kg, chủ yếu do giá phân bón toàn cầu tăng mạnh trong bối cảnh giá khí đốt leo thang vì căng thẳng Nga - Ukraine. (hình 4). ([xem chi tiết trang 24](#)).

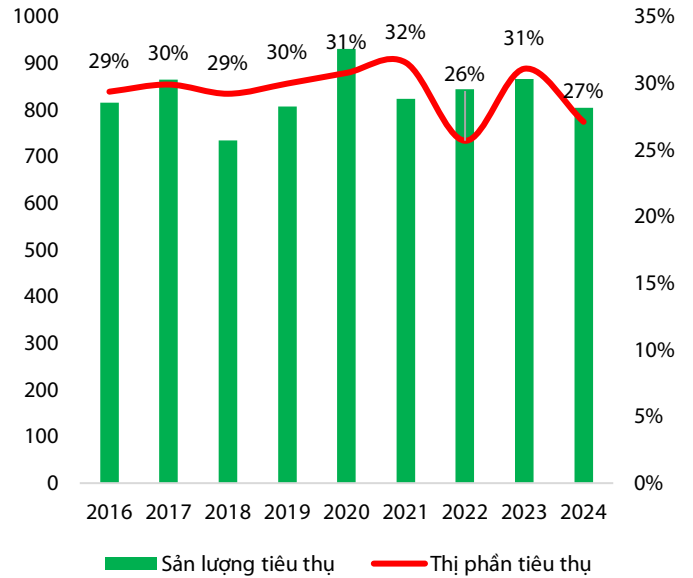
Giai đoạn 2023-2024, giá bán trung bình đã giảm về mức 10 nghìn đồng/kg sau đà tăng nóng đã kéo doanh thu giảm theo.

Hình 3: Doanh thu thuần của DCM (Tỷ đồng) và giá bán trung bình



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Sản lượng tiêu thụ và thị phần tiêu thụ của DCM



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Diễn biến giai đoạn 2024-2029

Sản lượng phân Ure tăng trưởng nhờ xuất khẩu

Sản lượng tiêu thụ giai đoạn này ước tính tăng trưởng kép 2,3%/năm nhờ sản lượng xuất khẩu tăng kép **2,6%/năm**, trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước ước tính tăng nhẹ 2,1%/năm.

- Sản lượng xuất khẩu tăng nhờ thị phần xuất khẩu trên tổng sản lượng xuất khẩu nội địa chủ yếu nhờ thị trường chính Campuchia và đối tác chiến lược tại thị trường Hàn. Thị phần xuất khẩu dự kiến tăng thêm 50 điểm cơ bản mỗi năm, từ 18% (2024) lên 20% (2029) và thấp hơn mức trung bình 23% của giai đoạn 2019-2023.
- Đối với thị trường nội địa, sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng nhờ hai yếu tố chính:
 - Thị phần nội địa tăng 0,2 điểm phần trăm mỗi năm, từ 27,1% năm 2024 lên 28,1% năm 2029 ([hình 5.6](#)) và vẫn thấp hơn mức trung bình 29,4% của năm 2021-2023;
 - Nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước được kỳ vọng tăng trưởng kép 1,47%/năm theo dự báo của Hiệp hội Phân bón Thế giới (IFA) ([xem trang 22](#)).

DCM dự kiến đạt sản lượng tối đa khoảng 864 nghìn tấn vào năm 2029, thấp hơn mức đỉnh năm 2020 và 2023 nhưng vẫn cao hơn 100% công suất hiện tại. Khi doanh nghiệp dự kiến nâng tổng công suất sản xuất lên 125% vào năm 2029, sản lượng tiêu thụ này sẽ tương đương 86% công suất mới.

Giá bán phân Ure kỳ vọng duy trì ổn định trong năm 2025

Giá bán trung bình năm 2025 dự kiến tăng nhẹ 1% YoY lên 10.100 đồng/kg, thay đổi so với dự báo trước đó là giảm 2% theo xu hướng giá phân bón toàn cầu tại [Báo cáo ngành phân bón ngày 23/01/2025](#) do:

- Giá bán trung bình 2 tháng đầu năm 2025 đã tăng 5% YoY.
- Tỷ giá USD/VND năm 2025 ước tăng 2%/năm, đẩy chi phí đầu vào (giá khí) tăng, buộc doanh nghiệp phải điều chỉnh giá bán để bù đắp chi phí.
- Giả định giá bán sau luật thuế VAT dự kiến không tăng theo thuế VAT đầu ra.

Giai đoạn 2026-2029, giá bán Ure duy trì ổn định tại 10.000 đồng/kg thay vì giảm chậm theo xu hướng chung của thế giới do giữa giá bán Việt Nam và giá thế giới **có độ trễ nhất định** khi chi phí đầu vào dự kiến tăng dần và doanh nghiệp lựa chọn chiến lược tăng khuyến mãi thay vì giảm giá bán. Chi phí khí đầu vào vẫn duy trì mức cao hơn doanh nghiệp thế giới do:

- giá dầu Brent dự báo giảm chậm hơn hơn giá khí TTF (nguyên liệu khí đầu vào của doanh nghiệp thế giới) trong giai đoạn 2026-2029.
- nguồn cung khí giá rẻ của PVN tại mỏ Petronas đang giảm dần, và doanh nghiệp có thể phải sử dụng khí từ mỏ Lô B – Ô Môn từ năm 2029 với giá cao hơn (12-14 USD/mmBtu). Bên cạnh đó, tỷ giá USD/VND ước tăng kép 0,5%/năm sẽ áp lực lên chi phí khí khi quy đổi sang VND.

2/ Mảng phân NPK

Trong giai đoạn 2021-2024

- Sản lượng tiêu thụ NPK tăng mạnh từ 38 nghìn tấn (2021) lên 240 nghìn tấn (2024) (bao gồm sản lượng từ nhà máy KVF)
- Giá bán NPK tăng từ 10.400 đồng/kg lên 10.500 đồng/kg vào năm 2024, với xu hướng biến động theo giá phân Ure.

Giai đoạn 2025-2029

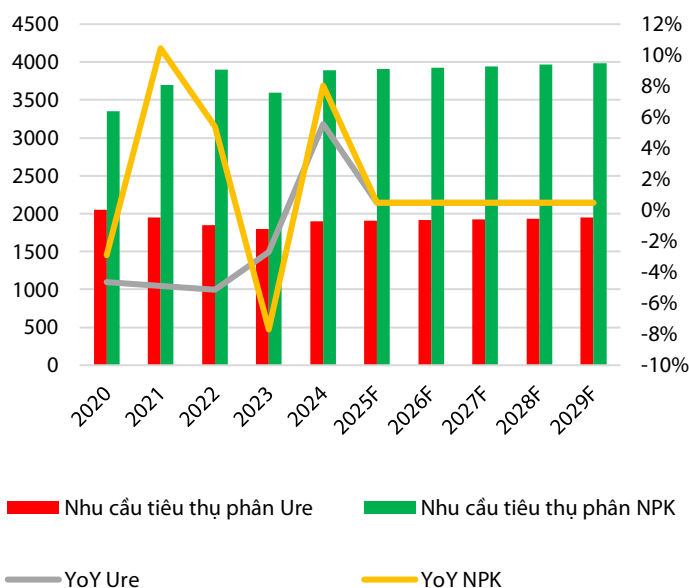
Sản lượng tiêu thụ NPK dự kiến tăng trưởng trung bình 8,4%/năm, đạt 401 nghìn tấn vào năm 2029. Giá bán NPK được kỳ vọng tiếp tục biến động tương ứng theo giá phân Ure.

- Kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ phân bón NPK nội địa sẽ tăng kép 1,47%/năm theo mức tăng của phân bón Ure như dự báo của IFA ([xem trang 22](#)).
- Thị phần NPK của DCM dự kiến tăng từ 6,2% (2024) lên 8,1% (2029), đặc biệt nhờ sản phẩm NPK một hạt. Hiện tại, DCM đã chiếm 10% thị phần NPK dạng một hạt, trong đó, sản phẩm này chiếm 30% thị phần ở khu vực miền Tây và 70% thị phần ở miền Trung.
- Nhà máy Việt Hàn (KVF) được kỳ vọng sẽ hỗ trợ mạnh mẽ trong việc gia tăng sản lượng tiêu thụ NPK một hạt.

Dù vậy, việc mở rộng thị phần trong mảng NPK được đánh giá sẽ gặp nhiều thách thức do nhu cầu tiêu thụ trong nước đang có dấu hiệu bão hòa với mức tăng trưởng chậm. Để duy trì đà tăng trưởng, DCM có thể cần đẩy mạnh các hoạt động quảng bá, dẫn đến chi phí bán hàng tăng, tạo áp lực lên biên lợi nhuận.

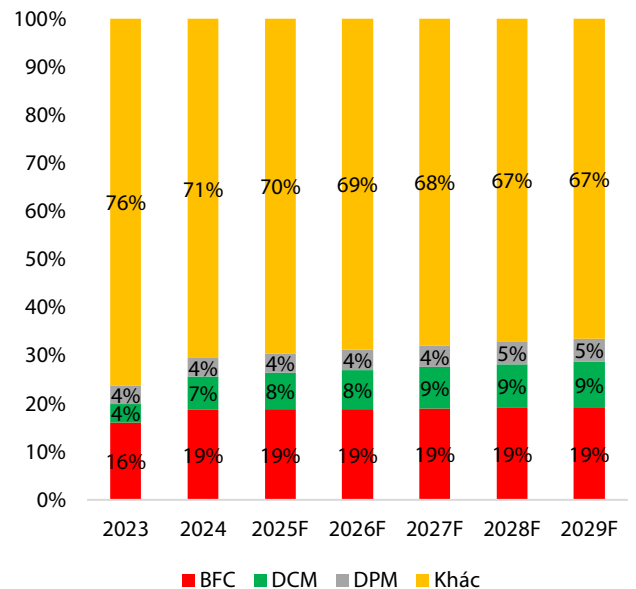
Về xuất khẩu NPK, chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng trưởng kép 5%/năm giai đoạn 2025-2029 thông qua hợp tác với đối tác chiến lược với Hàn Quốc và duy trì thị phần xuất khẩu tại 13,8% và nhu cầu tiêu thụ phân NPK sang Campuchia quay trở lại.

Hình 5: Tổng sản lượng tiêu thụ phân NPK và Ure nội địa ước tính qua các năm (quay lại)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự báo thị phần tiêu thụ phân NPK qua các năm



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Các chỉ số dự phóng chính

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	CAGR 2024-2029F
Giá bán phân Ure nội địa (VND/kg)	8.746	13.859	10.008	10.065	10.166	10.063	10.025	10.001	10.001	-0,1%
YoY		58,5%	-27,8%	0,6%	1,0%	-1%	-0,4%	-0,2%	0,0%	
Giá bán phân Ure xuất khẩu (VND/kg)	9.096	15.763	8.847	8.690	8.777	8.689	8.656	8.636	8.636	-0,1%
YoY		73,3%	-43,9%	-1,8%	1,0%	-1,0%	-0,4%	-0,2%	0,0%	
Giá bán phân NPK (VND/kg)	10.185	14.406	12.168	10.418	10.522	10.416	10.377	10.352	10.352	-0,1%
YoY		41%	-16%	-14%	1%	-1%	0%	0%	0%	
Giá bán phân mangle Trading (VND/kg)			11.828	9.480	8.645	7.774	7.508	7.508	7.508	-4,6%
YoY				-20%	-9%	-10%	-3%	0%	0%	
Sản lượng phân Ure tiêu thụ (nghìn tấn)	824	844	866	805	824	844	864	884	902	2,3%
YoY		2,4%	2,6%	-7,1%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,0%	
Sản lượng phân Ure nội địa (nghìn tấn)	615	475	559	515	526	538	550	562	571	2,1%
YoY		-22,8%	17,8%	-8,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	1,7%	
Thị phần Ure nội địa	31,5%	25,7%	31,1%	27,1%	27,3%	27,5%	27,7%	27,9%	28,1%	
Sản lượng phân Ure xuất khẩu (nghìn tấn)	209	369	307	290	298	306	314	322	330	2,6%
YoY		76,6%	-16,9%	-5,5%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%	2,5%	
Thị phần Ure xuất khẩu	16%	30,1%	22,3%	17,9%	18,4%	18,9%	19,4%	19,9%	20,4%	
Tổng công suất	800	800	800	800	800	800	800	800	1.000	
Sản lượng tiêu thụ/ tổng công suất	103%	106%	108%	101%	103,0%	105,5%	108,0%	110,5%	90,2%	
Tổng sản lượng phân NPK tiêu thụ (nghìn tấn)	38	87	138	268	307	332	358	384	401	8,4%
YoY		126,6%	58,3%	94,9%	14,3%	8,2%	7,8%	7,4%	4,4%	
Sản lượng phân NPK nội địa (nghìn tấn)	38	85	134	254	292	316	341	367	383	8,5%
YoY			57,1%	89,9%	14,8%	8,3%	7,9%	7,5%	4,4%	
Thị phần NPK nội địa	1,0%	2,2%	3,7%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,2%	
Sản lượng phân NPK xuất khẩu (nghìn tấn)		2	4	14	15	15	16	17	18	5,0%
YoY			116,1%	270,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Thị phần NPK xuất khẩu		1,2%	4,1%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	
Công suất nhà máy NPK Cà Mau	300	300	300	660	660	660	660	660	660	
Công suất nhà máy Việt Hàn	300	300	300	300	300	300	300	300	300	
Sản lượng nhà máy NPK Cà Mau	38	87	138	176	196	203	211	219	218	4,4%
Sản lượng nhà máy NPK Việt Hàn	-	-	-	93	111	129	147	165	183	14,5%
Sản lượng tiêu thụ/ tổng công suất NPK Cà Mau	12,8%	29,0%	45,9%	58,6%	65,4%	67,7%	70,3%	73,1%	72,8%	
Sản lượng tiêu thụ/ tổng công suất NPK Việt Hàn	-	-	-	25,7%	30,7%	35,7%	40,7%	45,7%	50,7%	
Sản lượng phân trading (nghìn tấn)			183	257	278	283	287	292	297	2,9%
YoY			0%	40%	8%	2%	2%	2%	2%	
Giá khí đầu vào (USD/mmbtu)	6,7	8,6	9,5	9,6	9,2	9,1	9,1	9,0	9,0	-1,2%
YoY		28%	10%	1%	-4%	-1%	1%	-1%	0%	
Giá dầu Brent (USD/Thùng)				80	74	72	73	71	71	-2,4%
YoY					-8%	-2%	1%	-3%	0%	
Giá khí TTF (EUR/MWh)				48	39	30	28	28	28	-10,3%
YoY					-19%	-22%	-8%	0%	0%	
Giá bán Ure thế giới dự kiến tăng/giảm					-9%	-10%	-3%	0%	0%	

Nguồn: DCM, Bloomberg, CTCK Rồng Việt ước tính

Mảng Trading (buôn bán): Doanh thu mảng Trading dự kiến tăng trưởng trung bình 3%/năm trong giai đoạn 2024-2029, thấp hơn mức tăng trưởng mạnh 14%/năm trong giai đoạn 2020-2024. Doanh thu kỳ vọng tăng trưởng chủ yếu nhờ sản lượng trong khi giá bán biến động theo giá theo giá khí TTF.

Mảng kinh doanh khác: Doanh thu từ mảng dịch vụ tư vấn nuôi trồng được kỳ vọng duy trì ổn định ở mức 10% tổng doanh thu, tương đương mức trung bình giai đoạn 2021-2024.

Biên lợi nhuận gộp: dự kiến tăng từ 17,7% (2024) lên đỉnh 20,3% tại năm 2028 trước khi giảm về mức 20,2% trong năm 2029 do nguồn khí giá rẻ giảm dần. Sự cải thiện trong giai đoạn 2025-2027 chủ yếu đến từ:

- việc áp dụng thuế VAT vào 2H2025 giúp tăng 3% biên gộp hàng năm trên cơ sở giá bán và sản lượng giữ nguyên do thay đổi cách hạch toán doanh thu và chi phí [\(xem trang 27\)](#).
- chi phí khí đầu vào giảm dần theo xu hướng giảm của giá dầu Brent theo ước tính của các tổ chức được Contributor Composite tổng hợp tại Bloomberg.

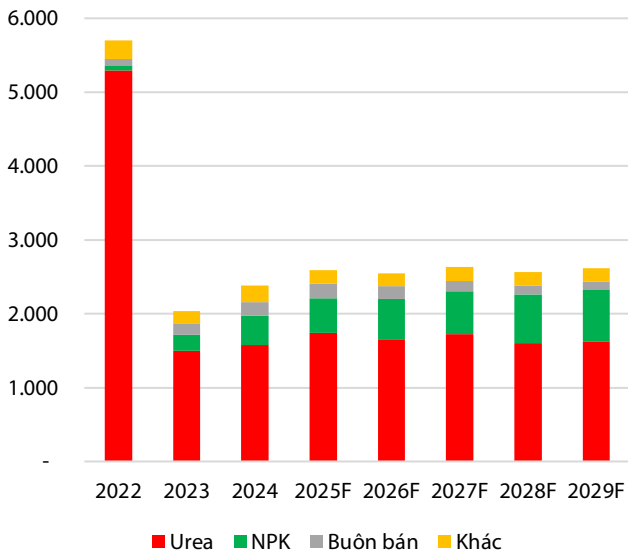
Kể từ năm 2028, DCM có thể đối mặt với áp lực giảm biên lợi nhuận nếu không tăng giá bán do nguồn khí giá rẻ từ mỏ PM3-CAA suy giảm sản lượng khai thác do áp suất vỉa giảm.

- Mỏ PM3-CAA có tổng trữ lượng 52,3 tỷ m³ khí, đã khai thác được 27 tỷ m³ tính đến năm 2023. Dù còn trữ lượng, sản lượng khai thác có thể giảm dần trong những năm tới.
- Trong trường hợp thiếu hụt khí giá rẻ, DCM có thể phải sử dụng nguồn khí từ Lô B – Ô Môn, với giá cao hơn, dao động từ 12-14 USD/mmBtu, trong khi giá khí hiện tại chỉ khoảng 8-10 USD/mmBtu.

Đối với từng mảng, chúng tôi kỳ vọng có mức biến động như sau:

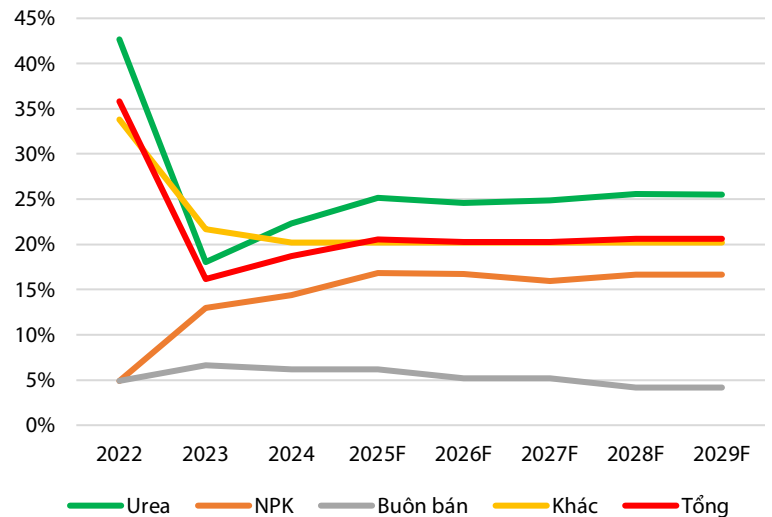
- Mảng phân Ure: biên lợi nhuận gộp kỳ vọng tăng lên 23,7% (2025) và duy trì ổn định ở mức 23% trong các năm sau.
- Mảng phân NPK: Biên lợi nhuận gộp dự kiến đạt 17,5% (2025) và ổn định ở mức 17% trong giai đoạn 2026-2029.
- Mảng buôn bán: Biên lợi nhuận gộp dự kiến đạt 7% (2025) nhưng giảm dần về mức 4% (2029), tương tự như diễn biến của DPM.

Hình 7: Lợi nhuận gộp của DCM (Tỷ đồng)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt. Lưu ý: Tất cả lợi nhuận gộp lịch sử/dự phóng của từng mảng kinh doanh là ước tính/giả định của chúng tôi, không phải từ nguồn của DCM.

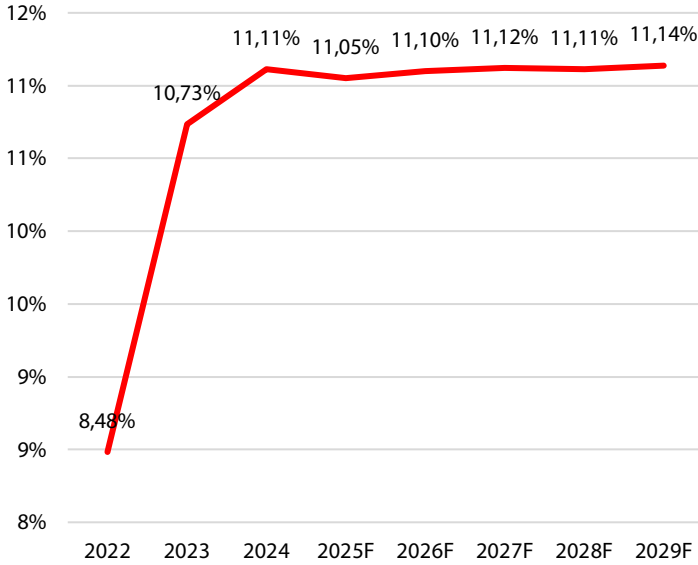
Hình 8: Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh của DCM (%)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

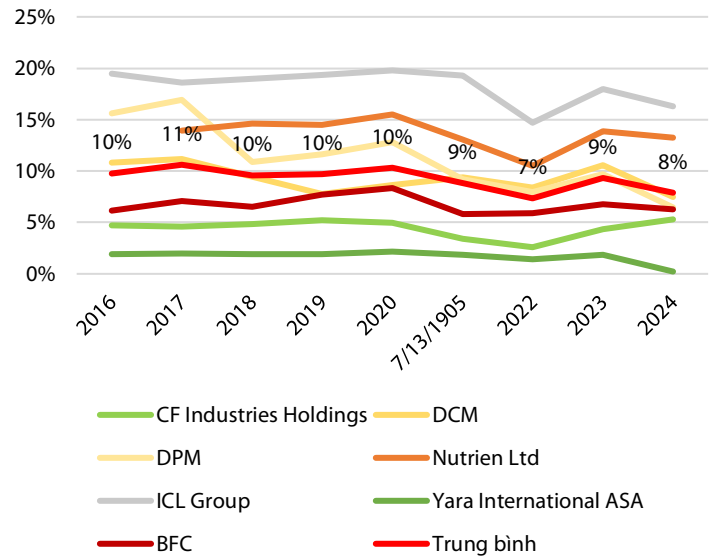
Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp (chi phí BH&QLDN): chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu tăng dần từ 11,05% năm 2025 lên 11,14% năm 2029 do (1) doanh nghiệp cần đẩy mạnh quảng cáo để tăng thị phần khi thị trường phân bón nội địa bão hòa và thị trường quốc tế gặp sự cạnh tranh mạnh mẽ, (2) theo xu hướng các doanh nghiệp kinh doanh mảng phân bón thế giới và (3) mức tăng doanh thu chậm lại và (4) thay đổi do hạch toán thuế VAT.

Hình 9: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của DCM (%)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

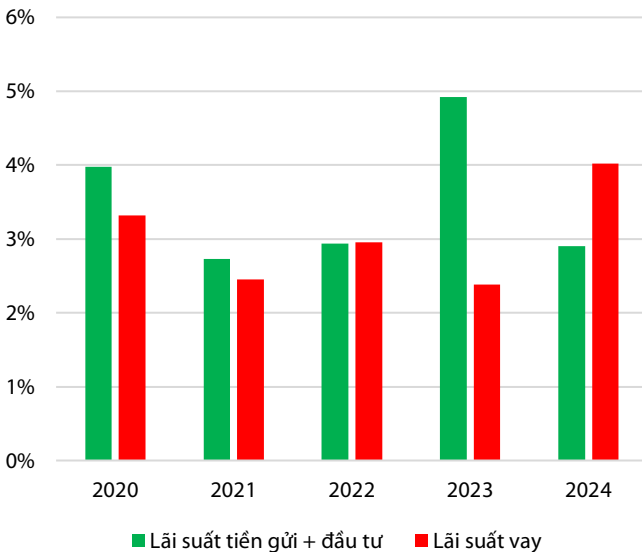
Hình 10: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

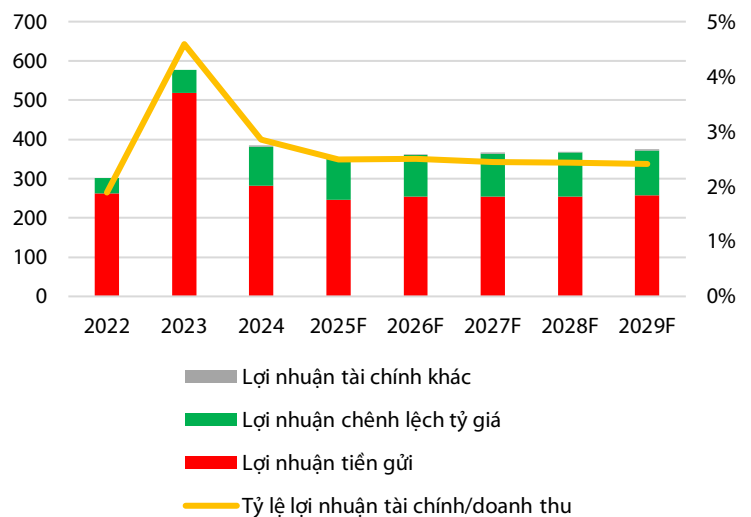
Doanh thu và chi phí tài chính: Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tài chính của doanh nghiệp sẽ tăng dần nhờ doanh nghiệp luôn duy trì tỷ lệ tiền và tương đương tiền và đầu tư tài chính luôn ở mức cao. Bên cạnh đó, công ty cũng kinh doanh vốn nhờ khả năng huy động vốn rẻ do hoạt động trong lĩnh vực được vay ưu đãi và quy mô doanh nghiệp lớn. Tỷ lệ tiền và tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn/tài sản luôn DCM duy trì ở mức 60%.

Hình 11: Lợi suất đầu tư và lãi vay của DCM (%)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Lợi nhuận tài chính và tỷ lệ lợi nhuận tài chính/doanh thu của DCM

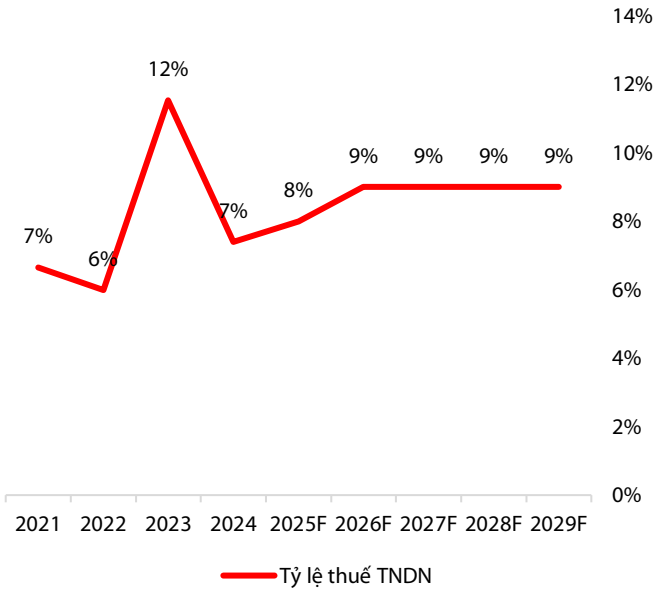


Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận ròng: Lợi nhuận ròng tuyệt đối tăng trưởng 5%/năm lên mức 1.572 tỷ đồng năm 2029 do biên lợi nhuận ròng kỳ vọng duy trì ổn định ở mức trung bình 10% trong giai đoạn 2025-2029 do tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu tăng dần trong giai đoạn 2025-2029 sẽ bù trừ cho đà tăng dần của biên gộp.

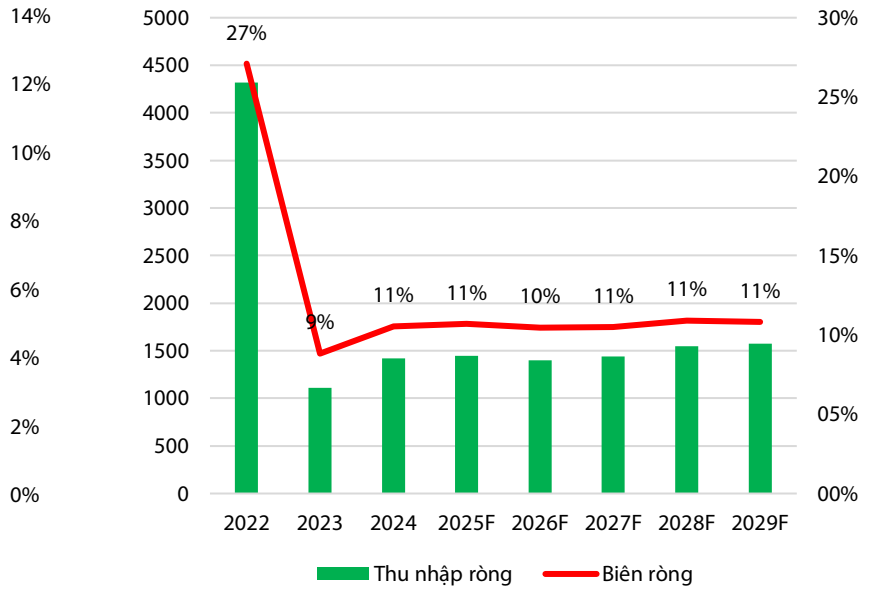
Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy mức thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) sẽ đạt 9% trong năm 2025 và ổn định trong giai đoạn 2026-2029 do công ty KVF dự kiến có lợi nhuận và bị áp thuế 10% trong năm 2025.

Hình 13: Mức thuế TNDN (%) hàng năm



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Thu nhập ròng (tỷ đồng, trái) & biên ròng (% , phải) của DCM



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động:

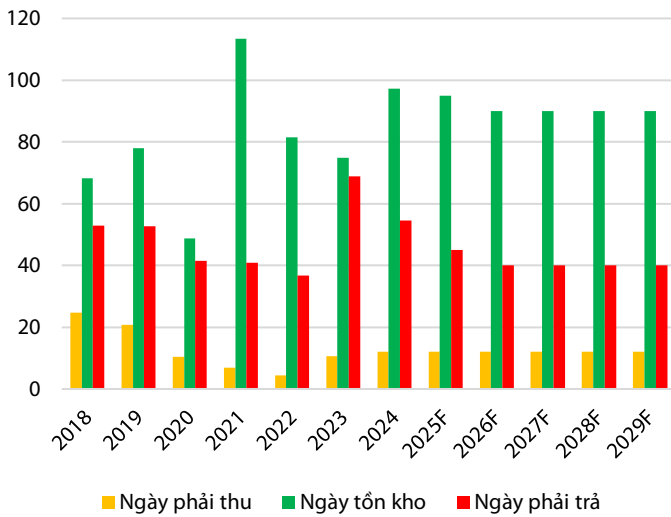
Đối với vòng quay hàng tồn kho trong giai đoạn 2025-2029, chúng tôi kỳ vọng sẽ giảm dần từ 97 ngày trong năm 2024 về 90 ngày trong năm 2028 nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng nhẹ dẫn các năm sẽ giúp vòng quay hàng tồn kho về mức trung bình ngành tại 79 ngày (tương đương trung bình của mảng phân NPK là 157 ngày và mảng phân Ure là 79 ngày).

Đối với vòng quay khoản phải thu, chúng tôi kỳ vọng duy trì ở mức 12 ngày trong giai đoạn 2025-2029 và tương đương 2024 và trung bình ngành. Chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp thường bán cho đại lý và công ty cũng không còn áp dụng chính sách giãn thời gian thu hồi công nợ như giai đoạn 2016-2019.

Đối với vòng quay khoản phải trả, chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng dần từ mức 54 ngày năm 2024 về 40 năm 2029 theo xu hướng của trung bình ngành.

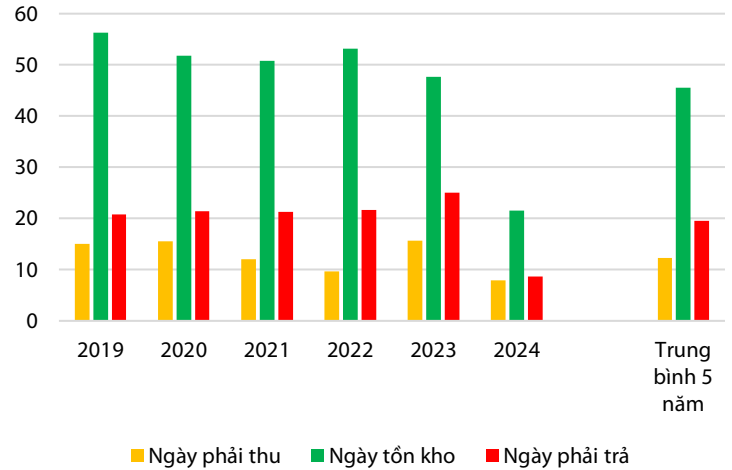
Chi tiết về chỉ số vốn lưu động trung bình ngành tại đây. ([xem trang 22](#))

Hình 15: Dự phóng các tỷ lệ hiệu quả (ngày, trái)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Tỷ lệ vốn lưu động trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

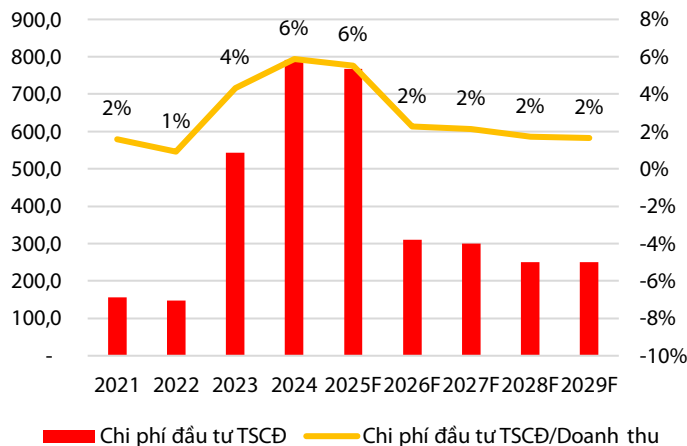
Đầu tư TSCĐ: Mức đầu tư dự kiến của DCM trong năm 2025 là 771 tỷ với vốn vay là 376 tỷ đồng chủ yếu bao gồm.

- Dự án sản xuất Co2 thực phẩm dự kiến hoàn thành trong Quý 2/2025 sẽ giúp thu hồi tối đa nguồn CO2 dư cũng như CO2 từ khí thải để gia tăng sản lượng urê và sản xuất CO2 thực phẩm với tổng mức đầu tư 288 tỷ đồng.
- Cụm xuất hàng xá (mái che mưa và công nghệ xuất hàng) với 216 tỷ đồng và dự án mái che đường E8 với 26 tỷ đồng.
- Dự án nhà máy sản xuất phân bón Cà Mau- cơ sở Bình Định, triển khai vào Quý 4/2025 với tổng mức đầu tư 119,97 tỷ đồng.

Trong giai đoạn 2025-2027, công ty sẽ đầu tư thêm cho trung tâm nghiên cứu, ứng dụng chuyển giao công nghệ với mức đầu tư 475 tỷ đồng.

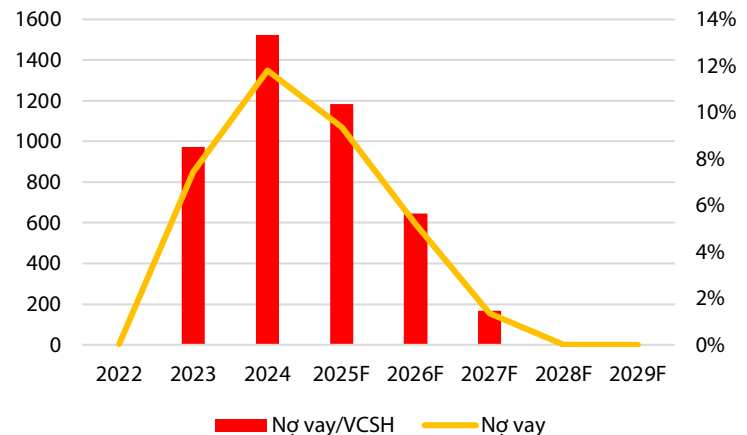
Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ giảm dần chi phí đầu tư cho từng năm từ 771 tỷ trong năm 2025 về 310 tỷ vào năm 2028. Mức đầu tư chi phí TSCĐ này sẽ tương đương tỷ lệ trên doanh thu giảm dần từ 5% về trung bình 2% cho giai đoạn 2026-2029. Mức này tương đương giai đoạn 2021-2022 do chúng tôi kỳ vọng ngành phân bón đã rơi vào trạng thái bão hòa khi sản lượng sản xuất luôn ít hơn sản lượng tiêu thụ.

Hình 17: Dự phóng mức chi tài sản cố định



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Tổng nợ và tỷ lệ nợ vay (Tỷ đồng, %)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

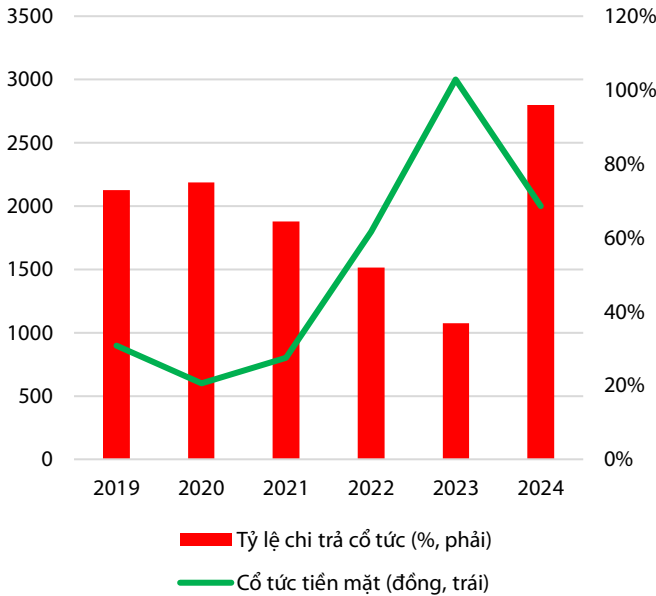
Nợ vay: chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ không cần phải vay nợ từ năm 2028 (Hình 14).

DCM chủ yếu vay nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động trong khi khoản vay dài hạn trong 3 năm gần đây rất thấp (chiếm 9% trong tổng nợ vay dài hạn và ngắn hạn). Bên cạnh đó, khi công ty kinh doanh tốt thì có xu hướng trả nợ như năm 2022, tổng nợ vay của DCM gần như không còn. Với việc lợi nhuận tăng dần trong khi vốn lưu động tăng thấp và nhu cầu vốn đầu tư vừa phải sẽ giúp làm giảm số nợ vay và tiết kiệm chi phí lãi vay trong giai đoạn 2025-2029.

Chính sách cổ tức tiền mặt: DCM là doanh nghiệp phù hợp đầu tư cổ tức khi tỷ suất cổ tức khoảng 6%/năm, cao hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng trung bình (3-5%/năm). DCM thường có tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình 62% trong giai đoạn 2018-2023. Chúng tôi kỳ vọng DCM sẽ có chi trả cổ tức là 90% năm 2025 và 100% cho giai đoạn 2026-2029 sau khi Nghị định số 167/2024/NĐ-CP có hiệu lực.

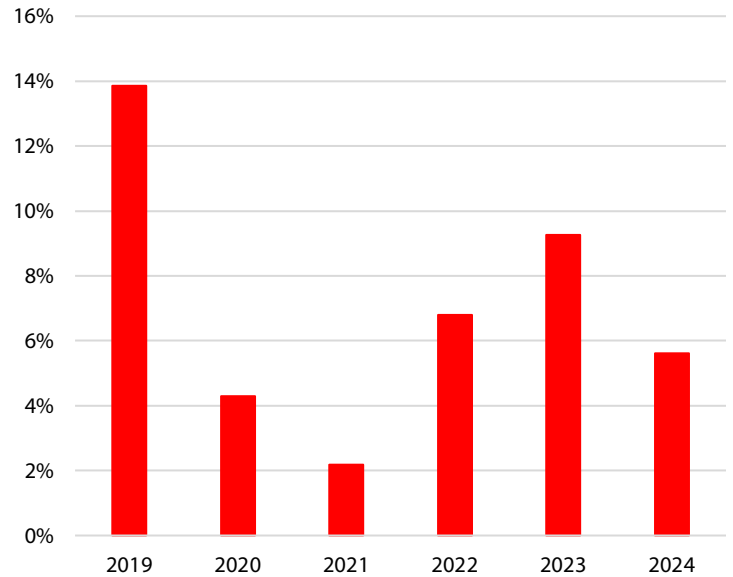
Theo nghị định trên, doanh nghiệp vốn nhà nước năm giữ trên 50% vốn điều lệ phải trích toàn bộ lợi nhuận để chia cổ tức (bằng tiền hoặc cổ phiếu) sau khi trích tối đa 30% lợi nhuận vào Quỹ đầu tư phát triển, 10% cho Quỹ khen thưởng phúc lợi (thường là 10%).

Hình 19: Cổ tức tiền mặt của DCM (VND)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Tỷ suất cổ tức của DCM (%)



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Bảng 11: Báo cáo thu nhập hàng năm của DCM

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	9.870	15.925	12.571	13.456	13.535	13.358	13.715	14.164	14.528
Giá vốn hàng bán	7.089	10.221	10.539	10.942	10.751	10.653	10.940	11.240	11.535
Lãi gộp	2.781	5.703	2.032	2.513	2.784	2.705	2.775	2.924	2.993
Chi phí bán hàng và QLDN	949	1.351	1.349	1.495	1.496	1.483	1.525	1.574	1.618
Chi phí hoạt động khác	26	50	17	32	32	18	19	19	20
EBITDA	3.215	5.718	1.767	1.770	1.920	1.886	1.930	2.038	2.068
Chi phí không thuộc HĐKD	3	12	2	1	1	1	1	1	1
Thu nhập không thuộc HĐKD	4	15	25	200	25	25	25	25	25
Doanh thu tài chính	168	301	577	382	346	351	354	359	364
Chi phí tài chính	19	10	10	44	41	31	12	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1.956	4.596	1.255	1.522	1.585	1.547	1.597	1.713	1.742
Chi phí thuế TNDN	130	275	145	94	127	139	144	154	157
Quý khen thưởng phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	3	5	1	8	9	10	11	12	13
Lợi nhuận ròng	1.823	4.316	1.109	1.420	1.449	1.398	1.442	1.546	1.572
Biên lợi nhuận ròng	18,5%	27,1%	8,8%	10,6%	10,7%	10,5%	10,5%	10,9%	10,8%
LN trên mỗi CP (VND/CP)	3.444	8.153	2.095	2.682	2.737	2.641	2.723	2.921	2.969

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Bảng 12: Bảng cân đối kế toán hàng năm của DCM

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	428	2.126	2.284	1.903	1.353	1.336	1.372	1.625	2.127
Đầu tư ngắn hạn	4.362	6.812	8.242	7.039	7.039	7.039	7.039	7.039	7.039
Khoản phải thu	187	188	366	529	445	439	451	466	478
Hàng tồn kho	2.204	2.283	2.161	2.950	2.798	2.627	2.698	2.772	2.844
Tài sản ngắn hạn khác	95	216	452	500	302	298	306	316	324
Tài sản ngắn hạn	7.276	11.624	13.504	12.921	11.937	11.739	11.865	12.217	12.812
TSCĐ hữu hình	3.472	2.240	1.688	2.547	2.680	2.396	2.090	1.729	1.367
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	39	47	350	364	335	307	274	236	195
TS dài hạn khác	324	303	45	260	262	258	265	274	281
Tài sản dài hạn	3.796	2.543	1.733	2.807	3.277	2.961	2.628	2.240	1.843
Tổng tài sản	11.072	14.167	15.238	15.728	15.214	14.699	14.493	14.457	14.655
NỢ PHẢI TRẢ									
Vay nợ ngắn hạn	689	3	846	1.229	895	760	343	-	-
Phải trả người bán	795	1.028	1.989	1.612	1.325	1.167	1.199	1.232	1.264
Các khoản phải trả khác	1.703	1.843	1.682	1.840	1.748	1.725	1.771	1.829	1.876
Phải trả ngắn hạn	3.187	2.874	4.517	4.681	3.968	3.653	3.313	3.061	3.140
Vay nợ dài hạn	3	1	3	120	120	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	405	686	754	751	896	896	896	896	896
Phải trả dài hạn	407	687	757	871	1.016	896	896	896	896
Tổng nợ phải trả	3.594	3.561	5.275	5.552	4.984	4.549	4.209	3.957	4.036
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	27	29	28	33	42	52	63	75	89
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phần phổ thông	5.294	5.294	5.294	5.294	5.294	5.294	5.294	5.294	5.294
LNST chưa phân phối	1.188	3.018	2.045	1.883	1.909	1.858	1.902	2.006	2.032
Các nguồn quỹ khác	970	2.264	2.597	2.968	2.985	2.946	3.025	3.124	3.204
Vốn chủ sở hữu	7.452	10.576	9.936	10.144	10.188	10.098	10.221	10.425	10.530
Tổng Nguồn vốn	11.072	14.167	15.238	15.729	15.214	14.699	14.493	14.457	14.655

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

Bảng 13: Bảng lưu chuyển tiền tệ hàng năm của DCM

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận ròng	1.823	4.316	1.109	1.420	1.449	1.398	1.442	1.546	1.572
Cộng:									
Khấu hao TSCĐ	1.386	1.398	1.083	760	635	654	666	670	672
Phân bổ TSCĐ vô hình	23	17	19	24	29	29	33	37	41
(Lãi)/Lỗ thanh lý tài sản	4	15	25	200	25	25	25	25	25
Lãi lỗ từ cty Liên doanh liên kết	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	3	5	1	8	9	10	11	12	13
Dòng tiền từ HĐKD	3.240	5.751	2.237	2.412	2.147	2.116	2.177	2.291	2.324
(tăng)/giảm tiền hoạt động	82	(1.698)	(159)	381	550	18	(36)	(45)	(36)
(tăng)/giảm khoản phải thu	30	(1)	(178)	(163)	84	6	(12)	(15)	(12)
(tăng)/giảm hàng tồn kho	(1.370)	(78)	122	(790)	152	171	(71)	(74)	(73)
(tăng)/giảm các tài sản ngắn hạn khác	20	(121)	(236)	(48)	198	4	(8)	(10)	(8)
Tăng/(giảm) khoản phải trả người bán	86	234	961	(378)	(286)	(158)	31	33	32
Tăng/(giảm) các khoản phải trả khác	1.047	141	(161)	158	(92)	(23)	46	58	47
(tăng)/giảm vốn lưu động	(105)	(1.523)	349	(1.220)	55	0	(13)	(8)	(14)
(tăng)/giảm tài sản dài hạn khác	(301)	21	258	(215)	(2)	3	(7)	(9)	(7)
Tăng/(giảm) các khoản phải trả dài hạn khác	201	281	68	(3)	145	-	-	-	-
Dòng tiền thuần từ HĐKD	3.034	4.531	2.912	974	2.345	2.119	2.157	2.274	2.303
Chi đầu tư TSCĐ	(157)	(147)	(544)	(791)	(768)	(370)	(360)	(310)	(310)
Lãi/lỗ thanh lý tài sản	4	15	25	200	25	25	25	25	25
(tăng)/giảm các khoản đầu tư ngắn hạn	(2.060)	(2.450)	(1.430)	1.203	-	-	-	-	-
(tăng)/giảm đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(2.213)	(2.582)	(1.949)	612	(743)	(345)	(335)	(285)	(285)
Tăng/(giảm) các khoản vay nợ ngắn hạn	4	(687)	843	383	(334)	(135)	(417)	(343)	-
Tăng/(giảm) khoản nợ vay dài hạn	(134)	(2)	2	117	-	(120)	-	-	-
Tăng/(giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	0	3	(2)	5	9	10	11	12	13
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ tức trả cho chủ sở hữu	(425)	(948)	(1.590)	(1.059)	(1.278)	(1.449)	(1.398)	(1.442)	(1.546)
Tăng/(giảm) vốn chủ sở hữu khác	547	1.294	333	371	17	(39)	79	99	80
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(9)	(340)	(413)	(213)	(1.376)	(1.866)	(1.918)	(1.586)	(1.496)
Lưu chuyển tiền thuần	812	1.609	550	1.402	17	42	96	315	565

Nguồn: DCM, CTCK Rong Việt

Bảng 14: Chỉ số tài chính hàng năm của DCM

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Khả năng sinh lời									
Biên gộp	28,2%	35,8%	16,2%	18,7%	20,6%	20,2%	20,2%	20,6%	20,6%
Biên ròng	18,5%	27,1%	8,8%	10,6%	10,7%	10,5%	10,5%	10,9%	10,8%
ROE	24,5%	40,8%	11,2%	14,0%	14,2%	13,8%	14,1%	14,8%	14,9%
ROA	16,5%	30,5%	7,3%	9,0%	9,5%	9,5%	9,9%	10,7%	10,7%
Hiệu quả hoạt động									
Ngày phải thu	7	4	11	14	12	12	12	12	12
Ngày tồn kho	113	82	75	98	95	90	90	90	90
Ngày phải trả	41	37	69	54	45	40	40	40	40
Khả năng thanh toán									
Hiện hành	2,3	4,0	3,0	2,8	3,0	3,2	3,6	4,0	4,1
Cấu trúc tài chính									
Tổng nợ/ VCSH	9%	0%	9%	13%	10%	8%	3%	0%	0%

Nguồn: DCM, CTCK Rong Việt

B. PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP [\(quay về trang 5\)](#)

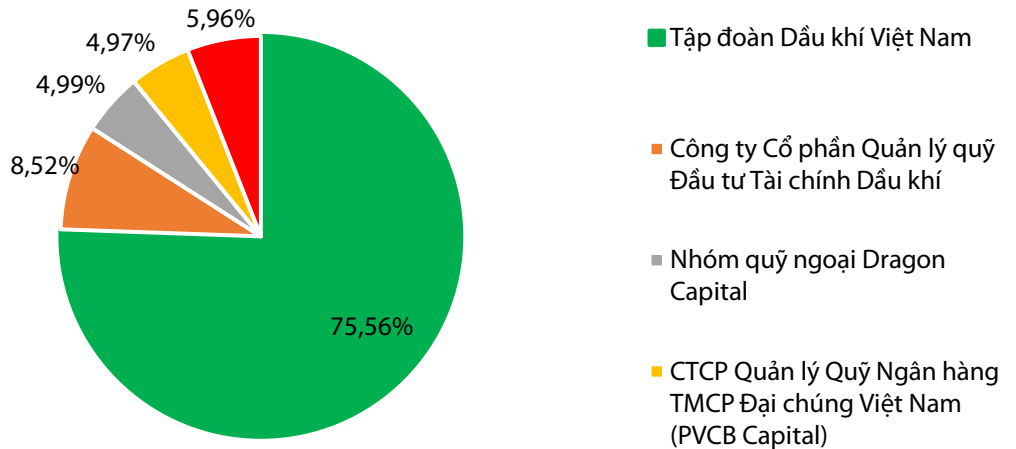
I. Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Dầu khí Cà Mau (DCM) được thành lập vào năm 2011 và trực thuộc Tập đoàn dầu khí Việt Nam. Công ty hoạt động trong lĩnh vực sau:

- Sản xuất hóa chất cơ bản, phân bón và hợp chất ni tơ
- Bán buôn, bán lẻ phân bón, hóa chất sử dụng trong công - nông nghiệp
- Tư vấn hướng dẫn kỹ thuật sử dụng phân bón và hóa chất
- Kho bãi và lưu giữ và bốc xếp hàng hóa
- Nghiên cứu và phát triển thực nghiệm khoa học tự nhiên và kỹ thuật

Tổ chức có ảnh hưởng lớn tại DCM là Tập đoàn dầu khí Việt Nam (Công ty mẹ). Hiện tại, Tập đoàn dầu khí Việt Nam nắm 75,56% số cổ phiếu đang lưu hành. Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do của doanh nghiệp hiện ở mức thấp là 20,6%. Hiện không còn Room cho NĐT nước ngoài sở hữu. (Hình 13).

Hình 21: Cơ cấu cổ đông của DCM



Nguồn: HSX, CTCK Rồng Việt

II. Hoạt động kinh doanh cốt lõi [\(quay về trang 5\)](#)

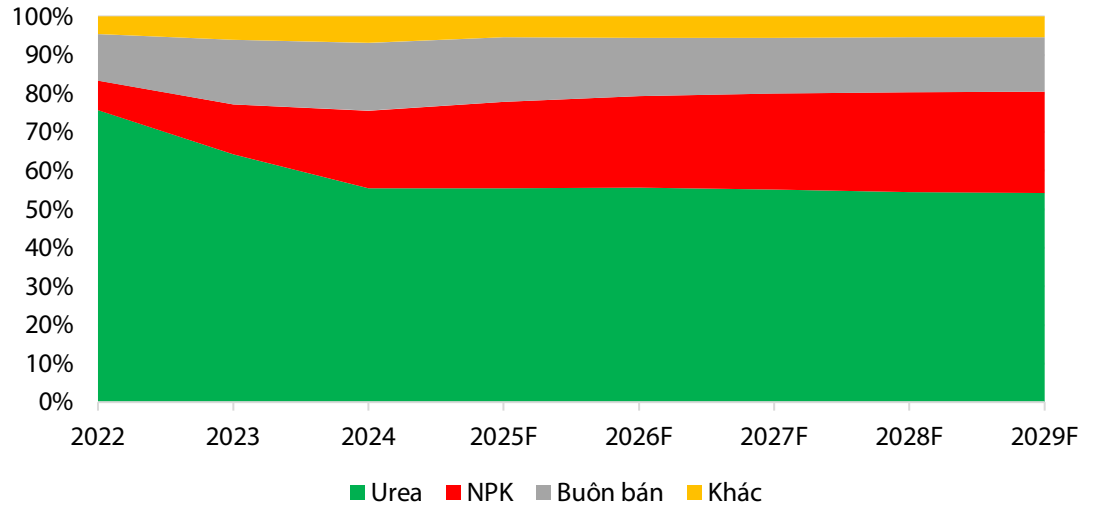
Mảng phân bón Ure đây là mảng chính và lâu đời nhất của Công ty, đóng góp của mảng này trong tổng doanh thu đã giảm dần từ mức 73% năm 2017 xuống mức 57% vào năm 2024. Công suất đạt khoảng 800 tấn/năm và được bán với thương hiệu Đạm Cà Mau.

Mảng phân bón NPK: NPK Cà Mau - công nghệ Polyphosphate là dòng phân bón của PVCFC được sản xuất trên công nghệ Urê lỏng hiện đại nhất của Tập đoàn Espindesa - Tây Ban Nha theo dây chuyền công nghệ ngoại nhập từ EU/G7. Tổng công suất mảng NPK đạt 660 nghìn tấn/năm

Mảng mua bán phân bón: mảng này chủ yếu gồm bán các loại phân bón nhập khẩu như sản phẩm phân Kali Cà Mau, phân SA Cà Mau, phân DAP Cà Mau, OM Cà mau. Mảng này đóng góp 19% tổng doanh thu của doanh nghiệp trong năm 2024.

Các mảng khác: Chủ yếu là dịch vụ tư vấn nông nghiệp và thử nghiệm phân bón (qua app 2Nông).

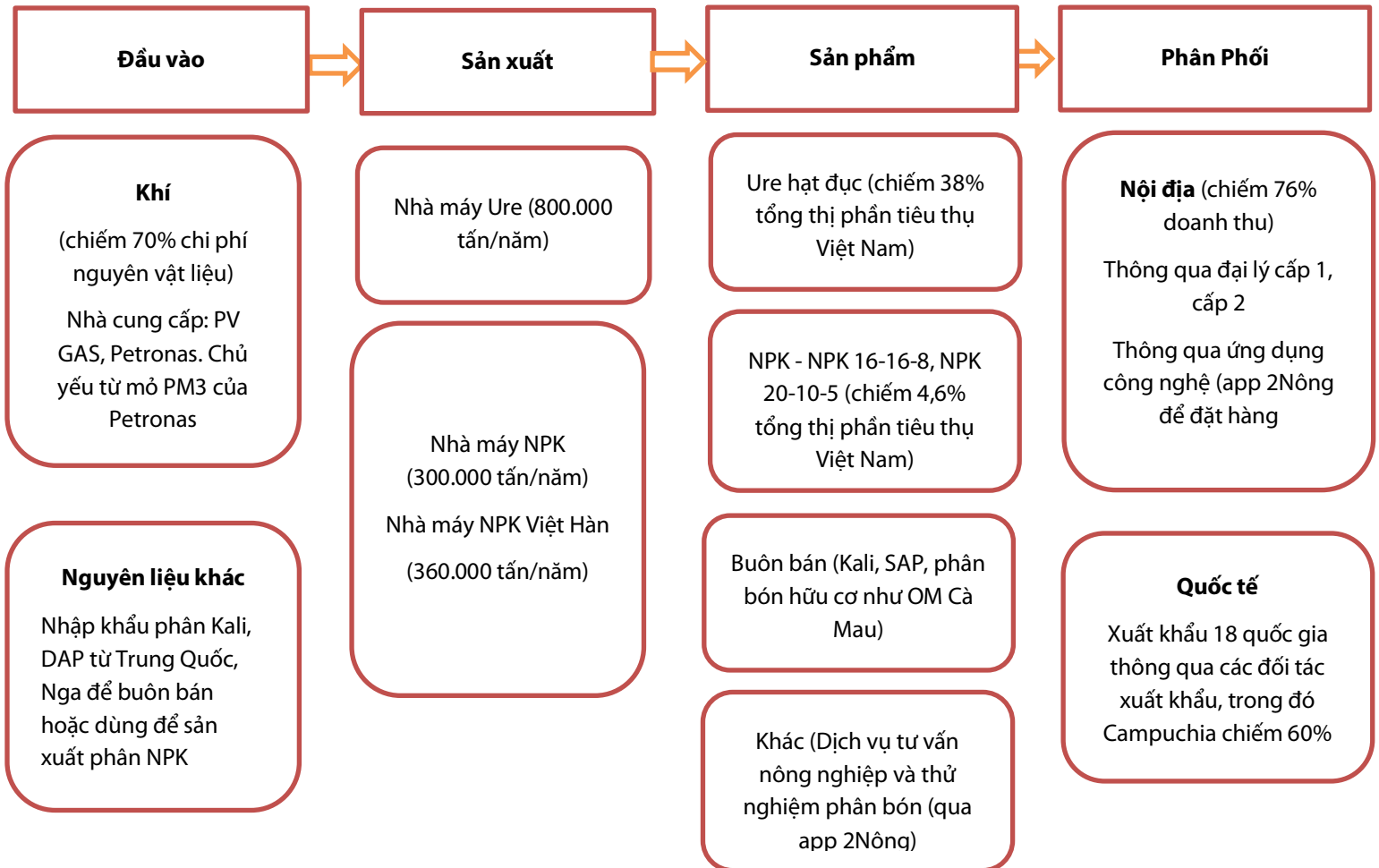
Hình 22: Đóng góp doanh thu theo mảng kinh doanh



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

III. Chuỗi giá trị doanh nghiệp [\(quay về trang 5\)](#)

Hình 23: Chuỗi giá trị trong hoạt động của DCM



Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt

1. Nguyên liệu đầu vào:

Khí: Khí thiên nhiên lấy chủ yếu từ mỏ PM3-CAA thông qua đường ống dẫn khí PM3 của PETRONAS.

Nguyên vật liệu khác: chủ yếu nhập khẩu các loại phân đơn như Kali và phân kép như DAP để sản xuất phân NPK hoặc buôn bán.

2. Sản xuất:

Mảng phân Ure do nhà máy Đạm Cà Mau (Cà Mau) sản xuất với tổng công suất thiết kế 800.000 tấn. Nhà máy sử dụng công nghệ hiện đại (Haldor Topsoe Đan Mạch), chuyển đổi khí tự nhiên (CH_4) thành amoniac (NH_3), sau đó tổng hợp thành Ure ($CO(NH_2)_2$).

Mảng phân NPK do 2 nhà máy sản xuất. Nhà máy NPK Cà Mau (300.000 tấn/năm) và nhà máy NPK Việt Hàn (360.000 tấn/năm). Nhà máy NPK Cà Mau sử dụng công nghệ Polyphosphate là công nghệ Urê lỏng hiện đại nhất của Tập đoàn Espindesa - Tây Ban Nha theo dây chuyền công nghệ ngoại nhập từ EU/G7.

3. Sản phẩm chủ yếu

Ure hạt đục (chiếm 38% tổng thị phần tiêu thụ Việt Nam). Ure hạt đục này khác với Ure hạt trong của Đạm Phú Mỹ (DPM), Đạm Hà Bắc (DHB) và Đạm Ninh Bình. Sản phẩm NPK với sản phẩm chính là NPK 16-16-8, NPK 20-10-5.

4. Phân Phối: DCM có hệ thống phân phối trải dài khắp cả nước với 61 đại lý và còn có văn phòng đại diện tại Campuchia với thị trường Campuchia chiếm 60% thị phần xuất khẩu. Thông qua ứng dụng công nghệ (app 2Nông để đặt hàng). Xuất khẩu qua 18 quốc gia.

PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-2028 [\(quay về trang 5\)](#)

Bảng 15: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

DOANH THU THUẦN	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Tổng doanh thu	9.870	15.925	12.571	13.456	13.535	13.358	13.715	14.164	14.528
Urea	7.280	12.401	8.311	7.701	7.771	7.687	7.838	8.001	8.160
NPK	391	1.253	1.676	2.796	3.149	3.291	3.533	3.786	3.953
Trading	1.638	1.972	2.167	2.440	2.344	2.092	2.054	2.088	2.122
Khác	778	754	796	953	762	773	788	804	820
Giảm trừ doanh thu	(218)	(456)	(379)	(487)	(492)	(485)	(498)	(515)	(528)
% tăng trưởng cùng kỳ	30,5%	61,3%	-21,1%	7,0%	0,6%	-1,3%	2,7%	3,3%	2,6%
Urea	23%	70%	-33%	-7%	1%	-1%	2%	2%	2%
NPK	N.a	221%	34%	67%	13%	5%	7%	7%	4%
Trading	23%	20%	10%	13%	-4%	-11%	-2%	2%	2%
Khác	66%	-3%	6%	20%	-20%	1%	2%	2%	2%
Giảm trừ doanh thu	40%	109%	-17%	29%	1%	-1%	3%	3%	3%
% tổng doanh thu thuần	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Urea	74%	78%	66%	57%	57%	58%	57%	56%	56%
NPK	4%	8%	13%	21%	23%	25%	26%	27%	27%
Trading	17%	12%	17%	18%	17%	16%	15%	15%	15%
Khác	6%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%

Nguồn: DCM, CTCK Rông Việt

Bảng 16: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Tổng	2.781	5.703	2.032	2.513	2.784	2.705	2.775	2.924	2.993
Urea	2.276	5.291	1.499	1.716	1.956	1.891	1.946	2.045	2.081
NPK	(2)	61	217	402	530	550	564	630	657
Trading	155	96	144	150	144	108	106	87	88
Khác	351	255	172	192	154	156	159	162	166
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP									
Tổng	28,18%	35,82%	16,16%	18,68%	20,57%	20,25%	20,23%	20,64%	20,60%
Urea	31,26%	42,67%	18,04%	22,28%	25,17%	24,60%	24,83%	25,56%	25,50%
NPK	-0,46%	4,89%	12,94%	14,38%	16,83%	16,70%	15,95%	16,63%	16,63%
Trading	9,46%	4,87%	6,63%	6,16%	6,16%	5,16%	5,16%	4,16%	4,16%
Khác	45,13%	33,81%	21,67%	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%

Nguồn: DCM, CTCK Rồng Việt ước tính. Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận gộp là ước tính và giả định của chúng tôi, không phải nguồn DCM.

PHỤ LỤC 2 – CÁC DOANH NGHIỆP KINH DOANH TƯƠNG ĐỒNG VỚI DCM (quay về trang 4)

Đối với từng mảng kinh doanh, chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp như sau để làm tham chiếu phục vụ cho mục đích báo cáo. Đối với từng mảng phân bón, có một vài công ty hàng đầu, tuy nhiên, chúng tôi chỉ chọn các công ty có tỷ lệ doanh thu Ure/NPK tương đương với DCM.

Mảng phân bón Ure (quay về trang 6)

Chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp kinh doanh các loại cá khác làm tham chiếu với nhận định các doanh nghiệp này có cùng thị trường xuất khẩu tại Mỹ và các doanh nghiệp này là những doanh nghiệp đầu ngành tại các nước.

CF Industries Holdings, Inc (Mỹ), là một trong những nhà sản xuất phân bón nitơ lớn nhất thế giới, có trụ sở chính tại Deerfield, Illinois, Hoa Kỳ. Công ty tập trung vào sản xuất và phân phối phân bón chứa nitơ cho ngành nông nghiệp và công nghiệp. Thị trường chính tại Mỹ, Canada, Châu Âu, Châu Mỹ Latin. Cạnh tranh với: Nutrien (Canada), Yara (Na Uy), Mosaic (Mỹ). Tỷ lệ doanh thu Ure chiếm 30-35% tổng doanh thu

Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM Việt Nam) là công ty sản xuất, kinh doanh phân bón và hóa chất. Hiện nay sản phẩm chủ lực của Tổng công ty là phân đạm (urê) hạt trong, phân NPK, Kali, SA, DAP phục vụ cho nền nông nghiệp của đất nước, khí Amoniac lỏng, hóa chất UFC85/Formaldehyde, CO₂, hóa chất sử dụng trong hoạt động khai thác dầu khí. Tỷ lệ doanh thu Ure chiếm 60-65% tổng doanh thu.

China BlueChemical Ltd. (Trung Quốc), là một trong những nhà sản xuất phân bón hóa học và hóa chất công nghiệp lớn nhất tại Trung Quốc thành lập từ năm 2000. Công ty là công ty con của China National Offshore Oil Corporation (CNOOC), một trong ba tập đoàn dầu khí quốc doanh lớn nhất Trung Quốc.

China BlueChemical tập trung vào sản xuất phân bón nitơ, phân lân, methanol và một số sản phẩm hóa chất khác. Công ty tận dụng khí tự nhiên làm nguyên liệu chính cho sản xuất, giúp giảm chi phí và nâng cao hiệu quả cạnh tranh. Tỷ trọng doanh thu Ure chiếm 50-55% tổng doanh thu.

China XLX Fertiliser Ltd. là một trong những nhà sản xuất phân bón nitơ và phân bón hợp chất (NPK) lớn nhất tại Trung Quốc. Công ty có trụ sở chính tại Trung Quốc đại lục và niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Hồng Kông. Công ty tập trung vào sản xuất phân urê, phân bón hỗn hợp (NPK) và các loại phân bón công nghệ cao như phân bón chậm tan, phân bón kiểm soát giải phóng dinh dưỡng. Tỷ lệ doanh thu Ure chiếm 40-45% tổng doanh thu.

Bảng 17: Các chỉ số chính của các doanh nghiệp kinh doanh mangan phân bón

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Số ngày phải thu	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	19	22	21	18	30	28	
DPM VN	5	5	4	0	3	4	
China BlueChemical	9	18	12	8	10	-	
China XLX Fertiliser	28	17	11	12	20	-	
Trung bình	15	16	12	10	16	8	12,26
Trung vị	14	17	12	10	15	2	11,08
Số ngày tồn kho	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	35	35	31	30	35	29	
DPM VN	88	86	97	112	89	57	
China BlueChemical	49	43	39	38	36	-	
China XLX Fertiliser	54	44	37	32	31	-	
Trung bình	56	52	51	53	48	22	45
Trung vị	51	43	38	35	35	14	34
Số ngày phải trả	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	9	9	8	6	8	11	
DPM VN	27	28	24	25	30	23	
China BlueChemical	29	29	35	42	42	-	
China XLX Fertiliser	17	19	17	14	19	-	
Trung bình	21	21	21	22	25	9	20
Trung vị	22	24	21	19	25	6	19
Biên LN gộp	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	26	19	37	52	38	35	
DPM VN	18	22	37	42	12	14	
China BlueChemical	18	13	22	18	16	-	
China XLX Fertiliser	22	21	24	19	18	-	
Trung bình	21	19	30	33	21	12	23
Trung vị	20	20	30	30	17	7	20
CPBH&QLDN/DT thuần	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	5%	5%	3%	3%	4%	5%	
DPM VN	12%	13%	9%	8%	10%	6%	
China BlueChemical	9%	6%	5%	5%	6%	0%	
China XLX Fertiliser	13%	12%	8%	7%	8%	0%	
Trung bình	10%	9%	6%	6%	7%	3%	6%
Trung vị	10%	9%	7%	6%	7%	3%	6%
Biên LNST CDM	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
CF Industries Holdings	11	8	14	30	23	21	
DPM VN	5	9	24	30	4	4	
China BlueChemical	6	7	11	12	18	-	
China XLX Fertiliser	4	3	8	6	5	-	
Trung bình	6	7	14	19	13	6	11
Trung vị	6	7	13	21	12	2	10

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt

Mảng phân NPK (quay về trang 5)

Nutrien Ltd (Canada) thành lập năm 2018 sau vụ sáp nhập giữa PotashCorp và Agrium. Trụ sở tại Canada. Sản xuất và phân phối phân kali (potash), phân đạm (nitrogen), và phân NPK. Hoạt động chính tại Bắc Mỹ, Nam Mỹ, Châu Á. Phân khúc Bán lẻ phân phối các chất dinh dưỡng cho cây trồng, sản phẩm bảo vệ thực vật, hạt giống và hàng hóa nông nghiệp. Là nhà sản xuất Kali lớn nhất thế giới nên tối ưu chi phí NPK. Tỷ lệ doanh thu NPK/Kali/Nitrogen trên doanh thu tổng lần lượt là 30%/35%/35%.

Yara International (Na Uy) thành lập năm 1905 với hoạt động kinh doanh là phân đạm (urê, ammonium nitrate), phân NPK và phân bón đặc biệt. Doanh nghiệp đi đầu về công nghệ phân NPK tiên tiến, ít phát thải. Thị trường hoạt động chính ở Châu Âu, Châu Á, Nam Mỹ. Tỷ lệ doanh thu phân NPK/doanh thu đạt 50%-55%.

ICL Group (Israel) thành lập năm 1968 với hoạt động kinh doanh là sản xuất phân kali (MOP), phân NPK, phân phosphate. Thị trường chính ở Israel, Châu Âu, Châu Mỹ. Chi phí sản xuất NPK thấp do Khai thác kali từ Biển Chết. Doanh nghiệp đang đẩy mạnh sản xuất NPK cao cấp, phân hữu cơ, và phân bón thông minh. Tỷ lệ doanh thu phân NPK/doanh thu đạt 35%-40%.

Công ty cổ phần Phân bón Bình Điền (BFC Việt Nam) thành lập năm 1973. Công ty Sản xuất, kinh doanh các loại phân bón vô cơ, hữu cơ, vi sinh, vi lượng các chất điều hòa tăng trưởng cho cây trồng, vật nuôi

Kinh doanh xuất nhập khẩu các sản phẩm phân bón, các thiết bị và công nghệ sản xuất phân bón, công cụ máy nông nghiệp, giống, cây trồng và các loại nông sản. Doanh nghiệp chủ yếu kinh doanh phân NPK với tỷ lệ doanh thu NPK/doanh thu đạt khoảng 98-99%.

Bảng 18: Các chỉ số chính của các doanh nghiệp kinh doanh mảng phân NPK

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Số ngày phải thu	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	53	53	51	50	64	66	
ICL Group	61	60	60	55	72	71	
Yara International ASA	45	48	40	34	46	41	
BFC Việt Nam	35	39	16	15	23	19	
Trung bình	49	50	42	38	51	49	46
Trung vị	49	51	45	42	55	53	49
Số ngày tồn kho	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	124	116	112	113	124	124	
ICL Group	137	132	118	136	144	133	
Yara International ASA	97	106	88	84	118	109	
BFC Việt Nam	110	99	99	115	92	69	
Trung bình	117	113	104	112	119	109	112
Trung vị	117	111	106	114	121	116	115
Số ngày phải trả	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	88	99	89				
ICL Group	75	76	71	68	79	68	
Yara International ASA	55	65	56	53	76	68	
BFC Việt Nam	30	29	22	28	20	16	
Trung bình	62	67	59	50	58	51	57
Trung vị	65	71	63	53	76	68	66
Biên LN gộp	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	27	25	34	41	29	29	
ICL Group	34	30	38	50	35	33	
Yara International ASA							
BFC Việt Nam	12	14	12	10	11	15	
Trung bình	25	23	28	34	25	26	27
Trung vị	27	25	34	41	29	29	31

CPBH&QLDN/DT thuần	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	14.5	15.5	13.1	10.5	13.8	13.2	
ICL Group	19.4	19.8	19.3	14.7	18.0	16.3	
Yara International ASA	1.9	2.2	1.8	1.4	1.9	0.2	
BFC Việt Nam	7.7	8.3	5.8	5.9	6.8	6.3	
Trung bình	11	11	10	8	10	9	10
Trung vị	11	12	9	8	10	10	10

Biên LNST CDM	10%	15%	15%	20%	20%	20%	Tỷ trọng
Nutrien Ltd	4.9	2.2	11.4	20.2	4.3	2.6	
ICL Group	9.0	0.2	11.3	21.6	8.6	5.9	
Yara International ASA	4.7	6.0	2.7	11.6	0.3	0.1	
BFC Việt Nam	1.1	2.2	2.6	1.5	1.6	3.4	
Trung bình	5	3	7	14	4	3	6
Trung vị	5	2	7	16	3	3	6

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

PHỤ LỤC 3 – QUY MÔ THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN [\(quay về trang 5\)](#)

Tiêu thụ phân bón Ure thế giới

Theo IFA, trong năm 2023, tổng sản lượng tiêu thụ phân bón Ure/DAP/MAP/Kali lần lượt đạt 195/34/29/69 triệu tấn. Trong đó, phân Ure có nhu cầu tiêu thụ và tăng trưởng kép cao nhất trong giai đoạn 2014-2023.

Cho giai đoạn 2024-2028, theo IFA, sản lượng tiêu thụ phân bón thế giới đối với phân N, P và K dự báo tăng lần lượt là 6%/8%/10%. Mức tăng trong giai đoạn này tương đương mức tiêu thụ kép hàng năm là 1,47%/1,94%/2,41%. Mức tiêu thụ kép này thấp hơn giai đoạn 2014-2023 đối với phân Ure tại 1,6%/năm.

Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ phân bón Ure và phân bón NPK của Việt Nam sẽ tăng kép 1,47%/năm theo dự báo của IFA.

Bảng 19 : Mức tiêu thụ phân Ure giai đoạn 2014-2023 (nghìn tấn)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2014-2023
Tây Âu	9.905	8.877	9.882	9.583	9.361	8.993	8.871	9.009	9.129	8.824	-1,10%
Trung Âu	3.368	3.471	3.956	4.196	3.511	3.957	4.002	3.996	4.062	3.302	-0,20%
Đông Âu & Trung Á	4.723	5.465	5.734	6.478	6.195	6.980	7.121	7.377	5.398	7.697	5,00%
Bắc Mỹ	17.205	17.419	17.913	17.479	19.451	18.895	19.387	19.703	18.308	18.778	0,90%
Mỹ Latinh	11.903	11.930	13.218	13.185	12.748	13.094	15.082	16.938	14.011	14.511	2,00%
Châu Phi	5.160	4.519	5.330	5.545	5.273	5.407	6.298	6.926	6.668	6.400	2,20%
Tây Á	5.200	4.889	6.153	6.854	6.009	7.974	8.111	7.825	7.881	8.823	5,40%
Nam Á	39.000	43.143	40.389	37.729	39.881	43.623	44.568	40.872	45.992	48.059	2,10%
Đông Á	66.760	72.077	67.003	64.923	66.506	64.877	64.546	63.417	68.708	75.212	1,20%
Châu Đại Dương	2.800	2.905	3.239	3.212	2.827	2.886	3.390	3.722	3.588	3.843	3,20%
Khác	28	83	65	88	92	37	13	28	448	51	-11,00%
Tổng cộng	166.053	174.780	172.882	169.272	171.855	176.723	181.388	179.813	184.193	195.500	1,60%

Nguồn: IFA, CTCK Rổng Việt

Bảng 20: Mức tiêu thụ phân DAP giai đoạn 2014-2023 (nghìn tấn)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2014-2023
Tây Âu	1.735	1.646	1.665	1.923	1.612	1.794	1.900	1.235	627	989	-5,47%
Trung Âu	462	462	530	660	581	726	551	590	400	441	-0,45%
Đông Âu & Trung Á	218	203	-12	189	132	159	262	291	276	616	10,96%
Bắc Mỹ	2.839	3.056	2.634	2.756	2.823	2.113	2.159	2.277	1.474	2.058	-3,17%
Mỹ Latinh	2.167	1.826	2.195	1.987	1.805	1.964	2.502	2.046	967	1.700	-2,40%
Châu Phi	1.227	1.110	1.072	1.452	1.015	1.277	835	1.061	1.470	808	-4,09%
Tây Á	977	903	1.407	1.351	562	2.178	1.561	1.969	1.850	2.863	11,35%
Nam Á	9.324	12.940	12.116	12.396	12.971	13.225	13.427	12.560	13.623	13.673	3,90%
Đông Á	13.066	12.476	11.828	12.776	11.635	10.918	11.469	10.851	11.349	10.930	-1,77%
Châu Đại Dương	834	869	515	805	692	752	819	725	609	383	-7,50%
Khác	24	118	51	103	20	3	72	73	844	218	24,48%
Tổng cộng	32.873	35.608	34.001	36.398	33.848	35.108	35.557	33.677	33.488	34.679	0,54%

Nguồn: IFA, sCTCK Rong Viet

Bảng 21: Mức tiêu thụ phân MAP giai đoạn 2014-2023 (nghìn tấn)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2014-2023
Tây Âu	252	284	323	382	347	357	415	322	308	191	-2,74%
Trung Âu	342	323	504	466	319	443	427	322	278	125	-9,60%
Đông Âu & Trung Á	1.243	1.287	1.623	1.753	1.594	1.780	1.755	1.867	1.560	1.907	4,37%
Bắc Mỹ	4.742	4.598	5.058	5.374	6.034	5.152	5.009	5.727	4.073	4.496	-0,53%
Mỹ Latinh	6.193	5.980	6.723	7.266	6.708	7.242	8.586	9.018	6.800	7.746	2,26%
Châu Phi	618	966	928	1.259	1.328	1.771	1.512	1.802	1.886	503	-2,04%
Tây Á	56	110	180	152	-22	175	301	340	206	289	17,80%
Nam Á	214	114	201	201	230	216	183	275	543	210	-0,20%
Đông Á	10.922	12.204	13.970	12.642	12.984	12.697	12.824	10.719	11.950	12.491	1,35%
Châu Đại Dương	1.003	995	903	1.205	918	1.018	1.289	1.435	1.226	1.344	2,96%
Khác	101	58	46	16	51	4	12	82	337	472	16,67%
Tổng cộng	25.688	26.918	30.459	30.714	30.491	30.854	32.313	31.908	29.167	29.773	1,49%

Nguồn: IFA, CTCK Rong Viet

Bảng 22: Mức tiêu thụ phân Kali giai đoạn 2014-2023 (nghìn tấn)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2014-2023
Tây Âu	5.350	4.970	4.791	5.281	5.079	5.241	5.358	5.522	4.201	3.844	-3,25%
Trung Âu	1.261	1.164	1.237	1.404	1.378	1.301	1.365	1.247	590	667	-6,16%
Đông Âu & Trung Á	2.970	3.885	3.041	3.146	4.552	5.955	2.519	5.345	3.257	7.346	9,48%
Bắc Mỹ	9.282	9.458	9.947	11.374	10.699	9.364	10.453	11.828	10.396	9.258	-0,03%
Mỹ Latinh	11.916	11.613	12.035	13.094	13.832	13.268	15.647	16.540	12.741	16.348	3,21%
Châu Phi	983	1.050	1.119	1.401	1.588	1.352	1.626	1.805	1.247	1.278	2,66%
Tây Á	1.184	1.165	1.436	806	1.207	1.246	1.140	1.231	1.194	696	-5,17%
Nam Á	5.516	5.080	4.887	5.947	5.522	5.327	6.307	4.296	3.753	3.721	-3,86%
Đông Á	24.634	24.933	22.541	23.376	23.950	22.307	25.323	24.481	23.262	25.087	0,18%
Châu Đại Dương	650	629	549	710	796	685	689	809	521	612	-0,59%
Khác	212	257	224	424	120	248	337	71	208	428	7,27%
Tổng cộng	63.957	64.204	61.805	66.963	68.721	66.294	70.763	73.175	61.370	69.286	0,80%

Nguồn: IFA, CTCK Rong Viet

Về tổng quan ngành phân bón Việt Nam, công dụng các loại phân và nhu cầu nhập khẩu được [đề cập tại nhật ký chuyên viên ngành phân bón “Nhu cầu nhập khẩu phân bón của Việt Nam” ngày 10/12/2024.](#)

Tiêu thụ phân bón nội địa giai đoạn 2018-2024

Sản lượng tiêu thụ phân Ure nội địa có phần giảm dần từ năm 2018 tại khoảng 2,2 – 2,3 triệu tấn về trung bình 1,9 triệu tấn năm 2024. Sản lượng giảm chủ yếu do nhu cầu sử dụng phân NPK thay thế phân Ure. Sản lượng tiêu thụ phân NPK tăng từ khoảng 3,3 triệu tấn năm 2018 lên mức trung bình 3,8 triệu tấn 2023-2024.

Sản lượng tiêu thụ phân NPK nội địa đạt trung bình 3,8-4 triệu tấn/năm. Khác với nhu cầu tiêu thụ Ure, nhu cầu tiêu thụ phân NPK dự kiến tăng nhờ người dân chuyển dần sang sử dụng phân NPK thay vì mỗi phân Ure.

Giá bán phân bón nội địa giai đoạn 2016-2024 [\(quay lại trang 6\)](#)

Do giá bán phân bón Ure nội địa có mức tương quan cao với phân bón thế giới với hệ số tương quan (correlation) trung bình trên 0,86 trong giai đoạn 01/2019-02/2025 (hình 24). Vì vậy, chúng tôi chỉ diễn giải giá bán phân nội địa.

Giá bán phân bón nội địa đã có sự biến động từ mức trung bình 6,5 nghìn đồng/kg năm 2020 lên đỉnh 17 nghìn đồng/kg (+261%) trong năm 2022 và sau đó giảm dần về 10 nghìn đồng/kg (-58% YoY) giai đoạn năm 2023-2024. Giá bán tăng mạnh năm 2021-2022 do giá khí tăng mạnh, nguồn cung giảm trong khi nhu cầu tăng.

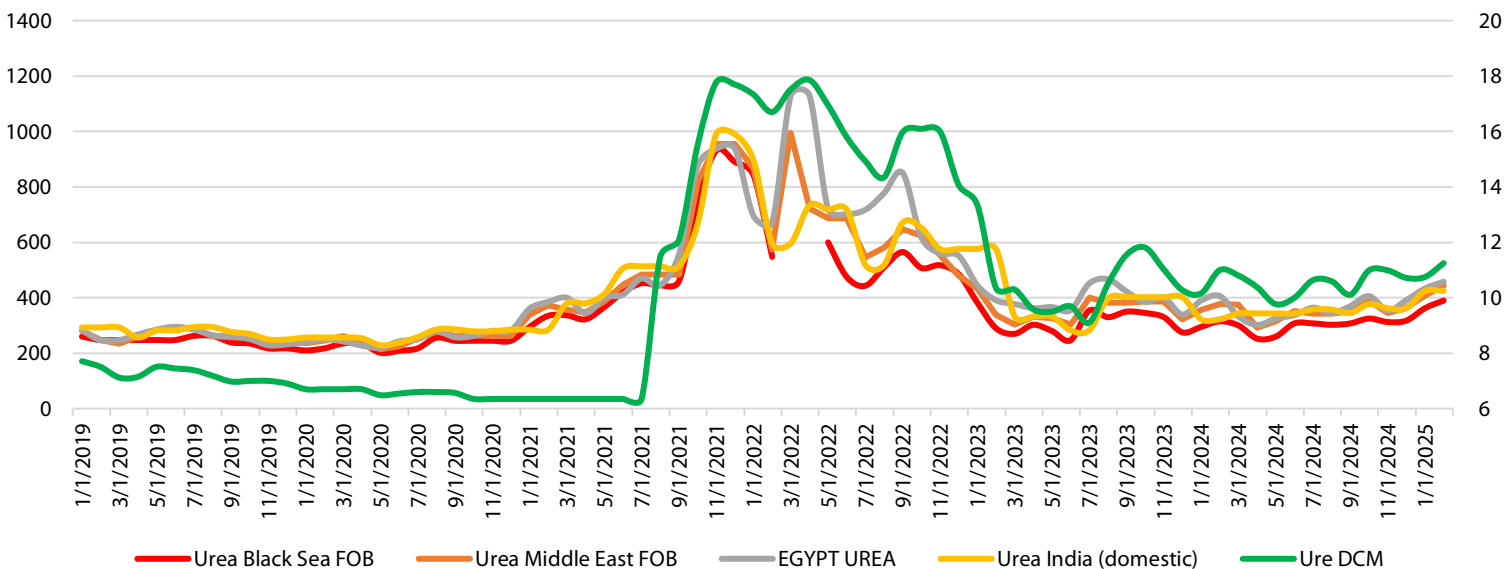
Nguồn cung giảm do:

- Xung đột Nga-Ukraine khiến Nga cắt giảm nguồn cung khí qua Châu Âu
- Tháng 10/2021, Trung Quốc cấm xuất khẩu phân Ure & Phosphate để ưu tiên nguồn cung trong nước
- Tháng 3/2022, Nga hạn chế xuất khẩu phân bón do lệnh trừng phạt của phương Tây. Lệnh trừng phạt Nga ảnh hưởng đến nguồn cung phân Kali (Potash) từ Belarus và Nga – chiếm 40% nguồn cung toàn cầu.

Nhu cầu tăng do:

- Nông dân tăng cường sản xuất sau đại dịch để đáp ứng nhu cầu lương thực toàn cầu.
- Giá nông sản (ngô, lúa mì, đậu tương) tăng cao và nông dân mở rộng diện tích trồng trọt.

Hình 24: Giá Ure nội địa (nghìn đồng/kg, phải) và giá Urea thế giới (USD/tấn, trái)



Nguồn: Agromonitor, Bloomberg CTCK Rồng Việt

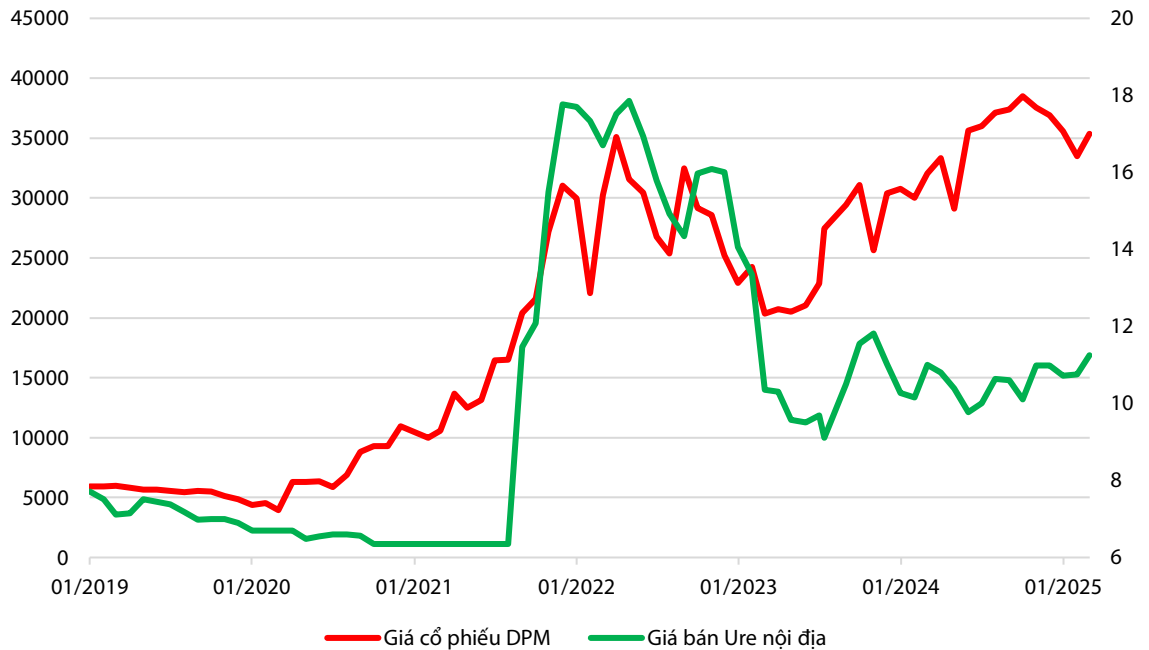
Diễn biến giá giai đoạn 2025-2029

Sản phẩm phân bón là sản phẩm thiết yếu để đảm bảo an ninh thực phẩm của các nước do chi phí phân bón thường chiếm 20-30% tổng chi phí sản xuất nông sản. Việc giá bán phân bón tăng sẽ ảnh hưởng mạnh mẽ lên giá nông sản cũng như là giá lương thực thiết yếu.

Vì vậy, trong điều kiện bình thường nếu chi phí sản xuất không tăng thì giá phân bón sẽ khó tăng cao. Thông thường, giá phân bón Ure nội địa kỳ vọng tăng trưởng theo lạm phát 2-3%/năm. Tuy nhiên, với việc giá dầu và giá khí giảm dần, chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ duy trì ổn định theo các năm để ổn định biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp thay vì giảm theo giá phân thế giới.

PHỤ LỤC 4 – MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA GIÁ PHÂN BÓN TRONG NƯỚC VÀ GIÁ CỔ PHIẾU DCM [\(quay về trang 5\)](#)

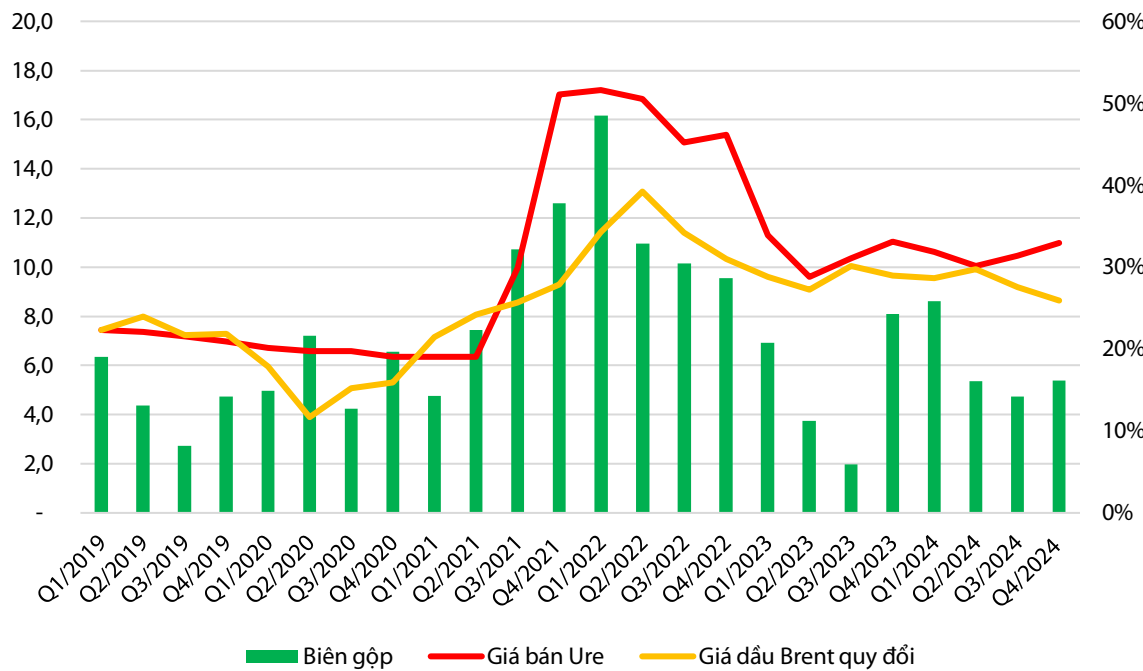
Hình 25: Diễn biến giá cổ phiếu DCM (nghìn đồng/trái) và giá phân bón (USD/kg)



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi xem xét mối tương quan (correlation) giữa giá bán trung bình giá phân bón và giá cổ phiếu trong khoảng thời gian từ tháng 01/2019 đến tháng 02/2025. Kết quả cho thấy có mối tương quan trung bình khi hệ số correlation đạt 0,7. Vì vậy, trong ngắn hạn, giá cổ phiếu có thể biến động theo diễn biến giá phân bón do giá phân tăng dần sẽ mang lại mức biên lợi nhuận tăng dần.

Hình 26: Mối tương quan giữa giá Ure nội địa (nghìn đồng/kg, trái) và giá dầu Brent (USD/thùng, trái) quy đổi và biên gộp (% ,phải)



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 5: TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ VAT LÊN BẢNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH (xem trang 5)

Khi doanh nghiệp được miễn thuế VAT, tất cả thuế VAT đầu vào khi mua sắm tài sản, hàng tồn kho, nguyên vật liệu phục vụ cho sản xuất đều phải ghi nhận vào chi phí. Vì vậy, sau khi mức thuế VAT 5% đầu ra áp dụng từ 1/7/2025, các khoản doanh thu và chi phí ước tính biến động như sau.

Bảng 23: Tác động của thuế VAT lên bảng Báo cáo thu nhập hàng năm

Các khoản mục liên quan	Trước khi thuế thông qua	Sau khi thuế thông qua	Tác động	Nhận định
Doanh thu	Trị giá 100%	tương đương 95% giá trị	Giảm 5% doanh thu	Do phải ghi nhận 5% thuế VAT đầu ra vào doanh thu.
Giá vốn hàng bán	Trị giá 100%	tương đương 92,6% giá trị	Giảm 8% giá vốn	Khoảng 8% VAT đầu vào bị loại khỏi giá vốn. Mức này tương đương 80% chi phí giá vốn bị áp thuế 10% VAT đầu vào.
Chi phí bán hàng	Trị giá 100%	tương đương 95,6% giá trị	Giảm 4,6% chi phí bán hàng	Mức giảm này do chi phí nhân viên không bị áp thuế VAT đầu vào
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Trị giá 100%	Tương đương 97% giá trị	Giảm 3% chi phí quản lý doanh nghiệp	Mức giảm này do chi phí nhân viên không bị áp thuế VAT đầu vào

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Ngoài ra, các khoản đầu tư mới cho tài sản cố định sau khi luật thuế VAT thông qua đều sẽ được ghi nhận thuế VAT đầu vào và giúp giảm chi phí khấu hao khi giá trị máy móc ghi nhận thấp.

Đối với khoản hoàn thuế VAT đầu vào sẽ được ghi nhận vào khoản mục tiền của bảng cân đối kế toán và không ảnh hưởng lên báo cáo thu nhập hàng năm.

PHỤ LỤC 6: TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ QUAN LÊN DOANH NGHIỆP (xem trang 5)

Tác động từ thuế quan đối ứng của Mỹ lên ngành phân bón được đánh giá là không đáng kể, do kim ngạch xuất khẩu trực tiếp phân bón sang Mỹ hiện ở mức rất thấp. Ảnh hưởng chủ yếu mang tính gián tiếp, thông qua khả năng suy giảm xuất khẩu nông sản, từ đó, giảm khả năng tiêu thụ phân bón. Tuy nhiên, với lợi thế thương hiệu mạnh và vị thế thị trường cao, sản lượng tiêu thụ của DCM được kỳ vọng sẽ ít bị ảnh hưởng.

Trong kịch bản tiêu cực, giả định Mỹ áp mức thuế cao lên tới 46% đối với nông sản Việt Nam và không có thị trường thay thế tương ứng, tổng nhu cầu tiêu thụ phân bón nội địa có thể chỉ giảm nhẹ ở mức 3–5%. Nếu loại trừ các mặt hàng như gỗ và cao su (do đơn vị xuất khẩu khác với hàng nông sản), mức sụt giảm này ở mức thấp nhất, chỉ quanh ngưỡng 3%.

Ước tính này được xây dựng trên giả định cân trọng rằng mỗi tấn nông sản cần đến 500 kg phân bón, đại diện cho ngưỡng tiêu thụ cao nhất hiện tại. Tỷ trọng phân giảm cũng được sử dụng toàn bộ các loại phân chứ không sử dụng cho một loại nhất định.

Bảng 24: Sản lượng (tấn) của các loại nông sản xuất khẩu chính qua Mỹ năm 2023

Loại nông sản	Sản lượng VN xuất khẩu qua Mỹ năm 2023	Tổng sản lượng Việt Nam xuất khẩu	Sản lượng Mỹ nhập khẩu	Thị phần Mỹ trong tổng xuất khẩu	Thị phần Việt Nam tại Mỹ
Rau và một số loại củ, thân củ và rễ ăn được	5.725	275.698	5.609.373	2%	0%
Quả và quả hạch ăn được; vỏ quả thuộc họ cam quýt hoặc các loại dưa	155.946	1.788.201	12.151.869	9%	1%
Cà phê, chè, chè Paragoay và các loại gia vị	214.804	1.178.225	2.136.808	18%	10%
Ngũ cốc	34.426	4.167.764	2.432.543	1%	1%
Các sản phẩm xay xát; malt; tinh bột; inulin; gluten lúa mì là hàng hóa	3.075	1.016.773	2.354.338	0%	0%
Chế phẩm từ ngũ cốc, tinh bột	39.694	295.249	3.885.713	13%	1%
Các chế phẩm từ rau, quả, quả hạch hoặc các sản phẩm khác của cây	52.723	277.233	4.591.332	19%	1%
Tổng cộng	506.393	8.999.143	33.161.976	6%	2%
Tỷ lệ phân sử dụng tối đa cho loại nông sản	500 kg/1 tấn nông sản				
Phân bón sử dụng sụt giảm tối đa (1)	253.197				
Tổng phân bón xuất khẩu sang Mỹ (2)	9.787				
Tổng phân bón sụt giảm (1)+(2)	262.984				
Tổng tiêu thụ phân bón nội địa hàng năm	8.590.000				
Ure	1.900.000				
NPK	3.890.000				
Kali	1.000.000				
Lân	1.800.000				
Tỷ trọng phân giảm (chưa gồm cao su và gỗ)	3%				

Nguồn: ITC, CTCK Rông Việt |Chúng tôi sử dụng dữ liệu năm 2023 làm tham chiếu do dữ liệu của Việt Nam năm 2024 cho các sản phẩm chưa cập nhật đầy đủ.

Bảng 23: Nhu cầu sử dụng phân bón/tấn của các loại nông sản xuất khẩu và loại phân cho các loại cây

Loại nông sản	Nhu cầu sử dụng phân bón/tấn	Loại phân	Nhóm cây dùng nhiều
Gỗ	20-35 kg	Ure (Đạm)	Lúa, ngô, mía, rau màu
Cao su	500 kg	Kali (KCl)	Cây ăn trái (xoài, cam), hồ tiêu, cà phê, mía, thanh long
Gạo	60 – 80 kg	Lân (Super Lân, DAP)	Lúa, ngô, cây có rễ cọc như tiêu, điều
Điều	250 – 400 kg	NPK tổng hợp	Cà phê, tiêu, điều, sầu riêng, cam
Cà phê	330 – 480 kg	Phân hữu cơ	Cây lâu năm, trái cây, điều kiện đất xấu
Xoài	50 – 70 kg	Trung vi lượng (Bo, Zn, Mg)	Cây ăn trái, tiêu, cà phê, thanh long
Sầu riêng	60 – 80 kg		
Chuối	20 – 30 kg		
Cam/quýt	35 – 50 kg		
Thanh Long	40 – 60 kg		
Ngô	80 – 100 kg		
Tỷ lệ sử dụng tối đa	500 kg/1 tấn nông sản		

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng
• Công Nghệ

Đỗ Thạch Lam
Manager
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng
Manager
hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Thủy Quyên
Senior Analyst
quyen.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Bán lẻ
• Dược

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân
Analyst
quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền
Analyst
hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng
Analyst
hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn
Analyst
toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân
Analyst
luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Nguyễn Thị Quỳnh Giao
Analyst
giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang
Analyst
trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương
Analyst
huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính
Analyst
chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo
Assistant
thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du,
P. Bến Thành, Quận 1, TP. HCM

T (+84) 28 6299 2006

E info@vds.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, số 2 Tôn Thất Tùng,
P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006

F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 258 3820 006

F (+84) 258 3820 008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, số 95-97-99 Võ Văn Tấn,
P. Tân An, Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

T (+84) 292 3817 578

F (+84) 292 3818 387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
Phường 7, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 254 777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

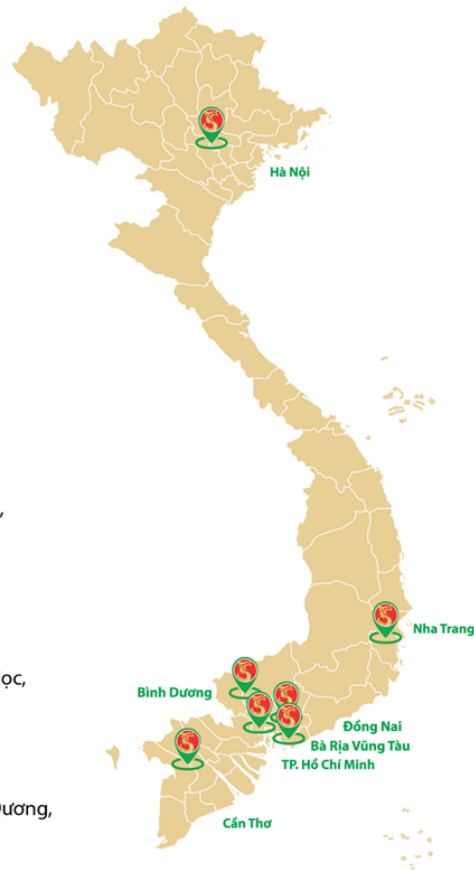
Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương

T (+84) 274 777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 251 777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**