

THEO DÕI

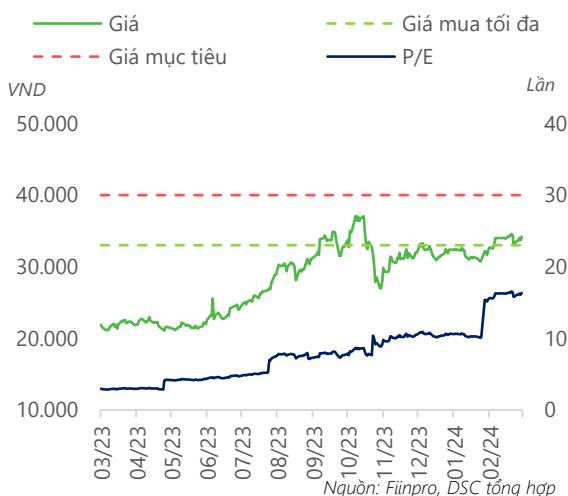
Giá mục tiêu 2024: **40.000 VND**
Upside: **8%**
Cập nhật: 21/05/2024

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Giá bán màng Urê dự báo sẽ tăng khoảng 6-8% YoY nguồn cung thắt chặt trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ phân bón vẫn đang tăng do mối lo ngại về an ninh lương thực

Tiêu cực: Dự báo giá có khả năng hạ nhiệt nếu Trung Quốc gỡ bỏ lệnh ngừng xuất khẩu Urê.

Khuyến nghị: Hiện tại cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E cao nhất lịch sử, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư chờ đợi và cân nhắc giải ngân ở vùng giá 31,000-33,000 VND/cp, tương đương với P/E 14x-15x



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Phân bón
Giá hiện tại (VND)	37.000
Vốn hóa (Tỷ VND)	19.588
Số lượng CPLH (triệu cp)	529,4
EPS 4 quý gần nhất	2.094,6
P/E	16,3
Cao nhất 1 năm	37.900
Thấp nhất 1 năm	20.566

DCM

Đạm Cà Mau

DSC

TỔNG QUAN

DCM là một trong hai doanh nghiệp sản xuất Urê hàng đầu với thị trường trọng điểm, chiếm thị phần 60% Đồng Bằng Sông Cửu Long. So với DPM, DCM có ưu thế hơn về tỷ trọng và thị trường xuất khẩu, phân bố tại thị trường Đông Nam Á, Mỹ Latin.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Giá Urê dự kiến sẽ hồi phục năm 2024 và tăng trưởng mạnh từ năm 2025 do thiếu khí đốt

Căng thẳng địa chính trị tại Châu Âu và Trung Đông làm tăng giá khí đốt hơn 9% so với đầu năm, ảnh hưởng đến sản lượng Urê tại một số khu vực dẫn đến giá Urê tăng so với cùng kỳ. Ngoài ra, nhu cầu Urê dự kiến trở lại từ các nước nhằm đảm bảo cho cao điểm gieo hạt vụ sắp tới. Chúng tôi kỳ vọng rằng giá Urê bình quân năm 2024 sẽ cao hơn 6-8% YoY nhờ: (1) Tình trạng thiếu khí đốt tại một số thị trường gây cắt giảm sản xuất Urê sẽ trầm trọng hơn từ cuối năm 2024; (2) Nguồn cung Urê giảm do căng thẳng địa chính trị và trở ngại trong mở rộng sản xuất có thể kéo dài tới 2027.

Khả năng tăng 30-50% lợi nhuận nhờ chịu thuế VAT và áp lực cạnh tranh khí đốt nội địa giảm

Dự thảo Luật thuế VAT sửa đổi hiện đang được đưa ra thảo luận trong tháng 5/2024 và đang nhận được sự quan tâm tích cực từ chính phủ. Dự thảo khi được thông qua sẽ đưa nhóm Phân Bón vào diện chịu thuế 5% thay vì 0% như trước, có triển vọng giúp DCM tăng khoảng 30% lợi nhuận nhờ được khấu trừ chi phí đầu vào. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của DCM sẽ tiếp tục cải thiện nhờ (1) hiện tượng El Nino sẽ suy yếu từ giờ làm giảm huy động điện khí và (2) Việt Nam tìm được thêm mỏ dầu khí mới.

Tăng cường chiếm lĩnh thị phần phân bón NPK

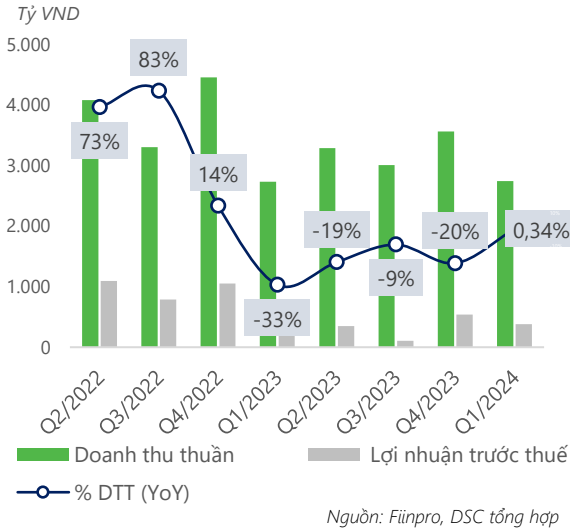
Chiến lược của DCM là chiếm lĩnh thị phần NPK thông qua thâm nhập sâu hơn vào Tây Nguyên và Đông Nam Bộ. DCM dự kiến sẽ đầu tư 1.500 tỷ để mở rộng cơ sở hạ tầng xung quanh các khu vực tiềm năng này trong năm 2024. Chúng tôi nhận định rằng đây sẽ là chiến lược bền vững cho doanh nghiệp do đây là hai vùng phát triển phân khúc cây công nghiệp xuất khẩu, phù hợp với định hướng phát triển của DCM.

KẾT QUẢ KINH DOANH

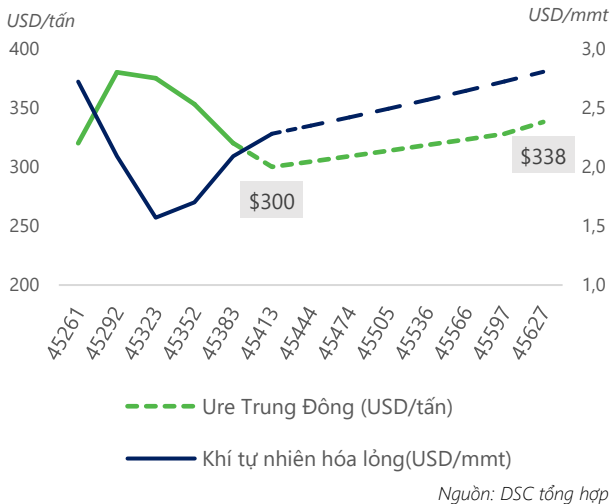
Xuất khẩu là bệ đỡ trong Q1/2024

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

KẾT QUẢ KINH DOANH



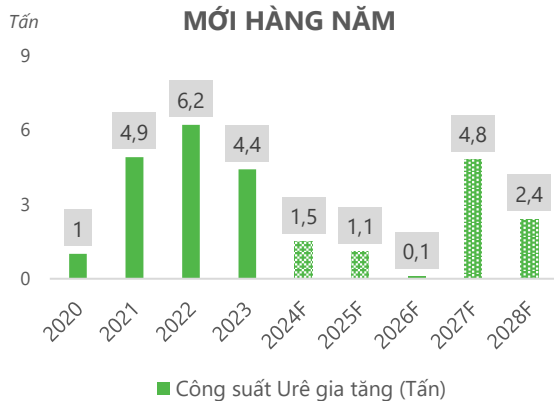
BIẾN ĐỘNG GIÁ KHÍ TỰ NHIÊN VÀ URE



Giá Urê dần phục hồi từ đáy do nguyên liệu đầu vào tăng giá và nhu cầu dần phục hồi

Giá Urê Trung Đông quý 1 dao động tại mức 330 USD/tấn (+2% YoY) do nhu cầu tiêu thụ Urê cho vụ gieo hạt đầu năm và giá khí đốt đầu vào tăng đột ngột. Tuy nhiên, giá đã giảm xuống mức 320 USD/tấn sau đó trước niềm tin Trung Quốc sẽ trở lại xuất khẩu Urê vào tháng 5 hoặc 6 năm nay. Chúng tôi dự đoán rằng trong nửa cuối năm 2024 giá Urê sẽ có sự hồi phục nhẹ lên khoảng 329 USD/tấn do: (1) sắp vào đợt cao điểm gieo hạt, các nước hiện đã có kế hoạch đấu thầu để đảm bảo nguồn cung và; (2) Giá khí LNG dự báo bởi IEA sẽ tăng 19% YoY do cải thiện nhu cầu và căng thẳng địa chính trị tại Nga-Ukraine tiếp tục leo thang.

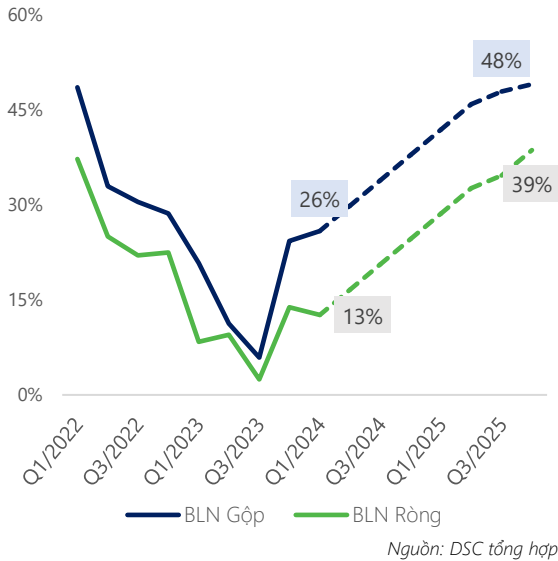
CÔNG SUẤT SẢN XUẤT URE TĂNG MỚI HÀNG NĂM



Nguồn cung toàn cầu dự báo còn suy giảm tới 2027

Nguyên liệu đầu vào để sản xuất Urê - khí tự nhiên - được dự báo sẽ trở nên khan hiếm kể từ đầu năm 2025 do (1) căng thẳng địa chính trị tại Nga và Trung Đông làm suy giảm nguồn cung khí đốt (2) Các dự án mở rộng khai thác chỉ có thể vận hành hoặc khởi động từ 2026. Ngoài ra, công suất sản xuất Urê toàn thế giới đã gần đạt đỉnh, và sẽ không còn nhiều dự án mở rộng trong giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi nhận định rằng giá Urê không thể trở về đỉnh cũ của năm 2021, tuy nhiên đây vẫn sẽ là hai yếu tố thúc đẩy giá tăng vượt nền giá 2023 trong giai đoạn 2025-2026.

DỰ PHÓNG BIẾN LỢI NHUẬN DCM

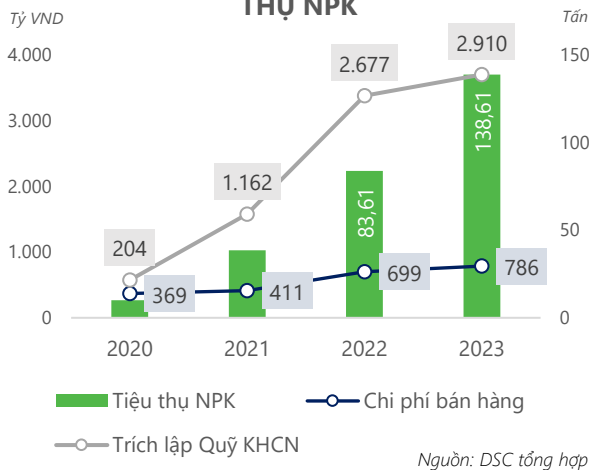


Lợi nhuận sẽ tiếp tục bật tăng về vùng năm 2022

Lợi nhuận Q1/2024 của DCM tăng 52% so với cùng kỳ, đẩy biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp tăng 26% YoY. Chúng tôi kỳ vọng rằng lợi nhuận của DCM sẽ còn tăng nhờ chi phí khí đầu vào giảm và tác động của Dự thảo luật thuế VAT sửa đổi. Theo luật thuế VAT sửa đổi, DCM sẽ được khấu trừ 5% chi phí đầu vào, tương đương khoảng 100 tỷ hàng quý.

Chúng tôi cũng nhận định rằng chi phí khí tự nhiên có thể giảm 3% YoY do (1) Việt Nam đã tìm thấy mỏ dầu khí mới tại PM3-CAA có trữ lượng lớn nhất lịch sử, giúp DCM có thể lại hạn chế nhập khí từ Petronas ở mức 10% (2) Hiện tượng El Nino dự kiến sẽ suy giảm trong Q2 năm nay sẽ nâng công suất thủy điện và giảm bớt huy động điện khí.

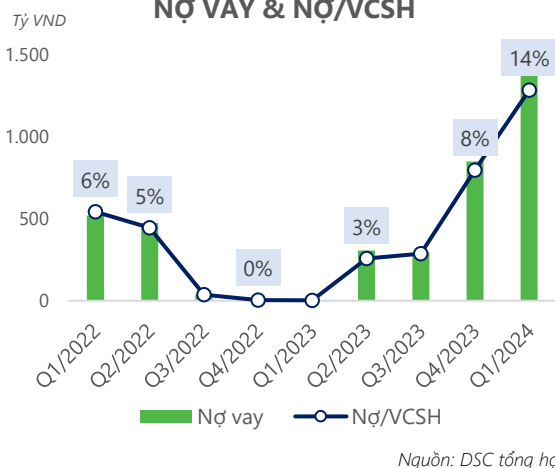
TĂNG TRƯỞNG SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ NPK



Nỗ lực mở rộng thị phần tại Tây Nguyên và Đông Nam Bộ rõ rệt hơn

Dữ liệu cho thấy mảng phân NPK của DCM mặc dù không chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu, nhưng lại tăng trưởng mạnh trong những năm gần đây. Trên quan điểm rằng các nhà máy của doanh nghiệp tại ĐBSCL đã hoạt động 100% công suất, chúng tôi nhận định tăng trưởng mạnh mẽ này đến từ việc DCM đã tích cực mở rộng hệ thống phân phối và phát triển các sản phẩm đặc thù cho cây công nghiệp tại vùng Đông Nam Bộ và Tây Nguyên, biểu hiện ở Trích lập quỹ khoa học công nghệ và chi phí bán hàng giữ ở mức cao trong những quý gần đây.

NỢ VAY & NỢ/VCSH

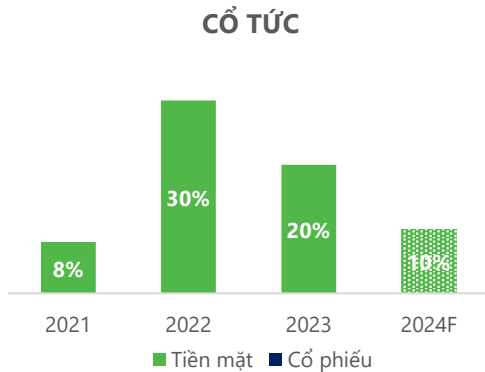


Tăng cường vay nợ để đầu tư mở rộng sản xuất

Trong Q1/2024, dư nợ DCM ở mức 1.410 tỷ, nâng tỷ lệ nợ vay/VCSH của doanh nghiệp lên 14% và là con số dư nợ lũy kế lớn nhất trong 3 năm gần đây. Chúng tôi thấy rằng con số vay nợ tăng đột biến này phản ánh kế hoạch mở rộng sản xuất của DCM trong năm 2024 với các dự án đầu tư mở rộng hạ tầng sản xuất và kho bãi xung quanh khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nguyên. Ngoài ra, chúng tôi dự tính rằng trong năm 2024, DCM sẽ tiếp tục tìm kiếm thêm một cơ hội M&A nữa để mở rộng tích cực mảng NPK hơn với số tiền vay nợ này.

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

DCM dự kiến chi trả cổ tức năm 2024 ở mức 10%, tương đương 1.000 VND/cổ phiếu. Tỷ lệ này thấp hơn đáng kể so với năm 2022 và 2023 do (1) ước tính KQKD thận trọng của Ban Lãnh Đạo và (2) DCM tập trung đầu tư thêm nhiều dự án mở rộng trong năm 2024.

Định giá

Ở thời điểm hiện tại P/E xấp xỉ 16,3 lần, cao hơn trung bình 5 năm (9,5 lần), P/B 1,8 lần cao hơn trung bình 5 năm (1,39 lần). Dựa vào các chỉ số trên, ta có thể thấy ở thời điểm hiện tại cổ phiếu DCM là chưa đủ "rẻ". Mặc dù vậy, do hóa chất là ngành mang tính chu kỳ cao nên việc P/E, P/B tương đối cao trong chu kỳ hồi phục là chuyện khá bình thường và có thể là tín hiệu tốt khi các chỉ số trên tạo đỉnh.

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 sẽ có sự hồi phục từ nền thấp nhờ hồi phục giá bán và việc thành công thâm nhập thị trường mới Úc và New Zealand. Cụ thể, doanh thu đạt 14.079 tỷ (+12% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 1.332 tỷ (+20% YoY). Sử dụng phương pháp P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu DCM cho 1 năm tới là 41.500 VND/ cổ phiếu.

Thống kê báo cáo phân tích gần nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu DCM, giá mục tiêu bình quân là 38.000 VND/ cổ phiếu.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	15.925	12.571	14.079
% DTT (YoY)	61%	-21%	12%
Lợi nhuận gộp	5.703	2.032	2.337
Lợi nhuận sau thuế	4321	1110	1332
% LNST (YoY)	137%	-74%	20%

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

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

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

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

Tiền Quốc Việt,

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

Nguyễn Vũ Thái Sơn,

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

HỘI SỞ CHÍNH

Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, HN

(024) 3880 3456

info@dsc.com.vn