

MUA

Giá mục tiêu 2025: **43.000 VND**
% tăng giá: **18%**
Cập nhật: **24/12/2024**

TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: (1) Vụ mùa cao điểm Đông Xuân tới (2) El Nino kết thúc, nông nghiệp thuận lợi hơn, (3) hưởng lợi từ luật thuế GTGT sửa đổi.

Rủi ro: Rủi ro giá khí nhiên liệu tăng mạnh, nhu cầu tiêu thụ và giá bán thấp hơn dự kiến.

	Q3/2024	2024F	2025F
DTT	2.634	12.914	14.115
% YoY	-72%	3%	9%
LNTT	132	1.612	2.042
% YoY	26%	28%	27%

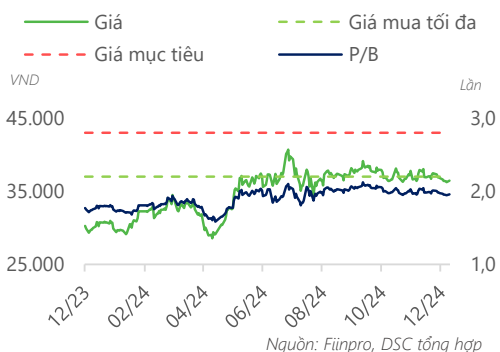
Đơn vị: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

DCM là một trong hai doanh nghiệp sản xuất U-rê hàng đầu, chiếm thị phần tới 60% tại 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. Hiện tại, doanh nghiệp đang nỗ lực mở rộng thị phần mảng NPK tại thị trường Tây Nguyên và Đông Nam Bộ.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Phân bón và Hóa chất
Giá hiện tại:	36.450 VND
Vốn hóa:	19.297 tỷ VND
Số lượng CPLH:	529,4 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	2.917 VND
P/E:	12,5 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	20,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	0,0%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

DCM

CTCP Phân bón Dầu Khí Cà Mau



TÓM TẮT CẬP NHẬT

Lũy kế 9 tháng năm 2024, doanh nghiệp ghi nhận doanh thu thuần đạt 9.555 tỷ, tăng 1,2% YoY, lợi nhuận sau thuế đạt 1.056 tỷ, tăng mạnh 71% YoY hoàn thành lần lượt 78% và 133% kế hoạch kinh doanh cả năm.

Kết quả kinh doanh quý 3 của DCM thấp hơn dự phóng của chúng tôi nhưng DSC vẫn lạc quan với triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp trong năm tới nhờ (1) Thời tiết thuận lợi hỗ trợ ngành nông nghiệp (2) thuế VAT thông qua giúp doanh nghiệp giảm chi phí đầu vào (3) giá khí thiên nhiên kì vọng giảm theo xu hướng giá dầu. DSC duy trì khuyến nghị mua với mức giá mục tiêu năm 2025 cho DCM là 43.000 VND/cp tương ứng với mức P/B hợp lí là 1,95 lần, tương đương mức trung bình ngành. Vùng giải ngân an toàn là 36.000-37.000 đồng.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Thời tiết ủng hộ

Theo báo cáo từ Trung tâm Dự báo Khí hậu thuộc Cơ quan Khí quyển và Đại dương Quốc gia (NOAA), hiện tượng El Nino mạnh nhất trong lịch sử đã chính thức kết thúc vào quý II/2024. Trong dự báo mới nhất, NOAA cho biết có tới 59% khả năng La Nina sẽ xuất hiện trong giai đoạn từ tháng 11/2024 đến tháng 1/2025, trước khi chuyển sang trạng thái trung tính trong các tháng tiếp theo. Với điều kiện thời tiết được dự báo sẽ thuận lợi hơn, chúng tôi kỳ vọng ngành nông nghiệp sẽ phục hồi mạnh mẽ trong thời gian tới, qua đó thúc đẩy nhu cầu phân bón, tạo động lực tăng trưởng cho kết quả kinh doanh của DCM.

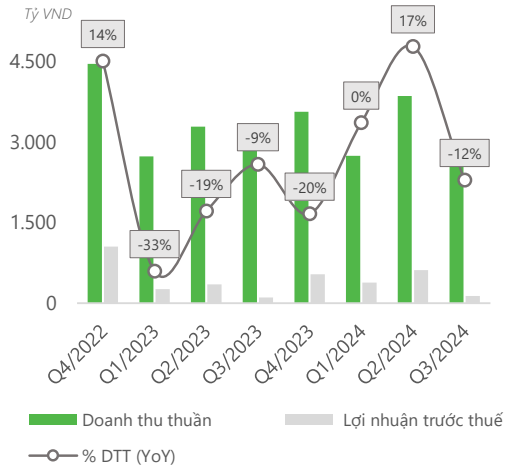
Luật thuế GTGT được thông qua

Chính sách không chịu thuế VAT đối với phân bón hiện nay đang tạo ra nhiều bất cập cho các doanh nghiệp trong nước. Cụ thể, các doanh nghiệp sản xuất không được khấu trừ thuế VAT đầu vào từ nguyên vật liệu và dịch vụ phục vụ sản xuất, làm chi phí tăng cao và giảm khả năng cạnh tranh của phân bón nội địa so với hàng nhập khẩu dù chất lượng tương đương. Để tháo gỡ khó khăn này, tại kỳ họp thứ 8, Quốc hội đã thông qua Luật Thuế giá trị gia tăng sửa đổi, áp dụng mức thuế VAT 5% cho mặt hàng phân bón, có hiệu lực từ ngày 1/7/2025. Chính sách mới này sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất được khấu trừ thuế đầu vào, giảm đáng kể chi phí. Với DCM con số này ước tính vào khoảng 300 tỷ đồng (ước lượng dựa trên BCTC 2023), tương đương 8% lợi nhuận gộp năm 2023.

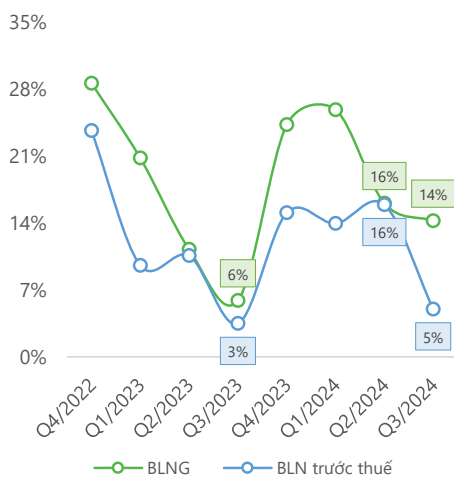
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH**Doanh thu tăng trưởng âm**

Sau khi tăng trưởng tích cực trong quý 2, kết quả kinh doanh lại quay đầu sụt giảm trong Q3/2024. Cụ thể, doanh thu thuần đạt 2.634 tỷ, giảm 12% YoY, chủ yếu do doanh thu từ mảng ure sụt giảm mạnh 41% YoY xuống còn 1.215 tỷ đồng. Nguyên nhân chính là sản lượng tiêu thụ ure giảm sâu 44% YoY, chỉ đạt 128.000 tấn, trong khi cùng kỳ DCM hưởng lợi từ lệnh cấm xuất khẩu phân bón của Trung Quốc – quốc gia xuất khẩu ure hàng đầu thế giới. Ở chiều ngược lại, mảng kinh doanh phân bón NPK lại tăng trưởng tích cực 86% YoY lên mức 653 tỷ đồng nhờ sản lượng tăng 42% YoY lên 41.000 tấn.

Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của DCM sẽ phục hồi mạnh mẽ trong quý cuối năm 2024 và năm 2025, nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi cho nông nghiệp khi vụ đông xuân tới gần. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng mảng kinh doanh phân bón NPK sẽ tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong những năm tới, nhờ vào việc nhà máy mới được xây dựng và thương vụ M&A trong năm 2024 đi vào hoạt động ổn định từ năm 2025, cùng với việc mở rộng kênh phân phối nội địa và đẩy mạnh xuất khẩu.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Nguồn: DCM, DSC tổng hợp

BIÊN LỢI NHUẬN

Nguồn: DCM, DSC tổng hợp

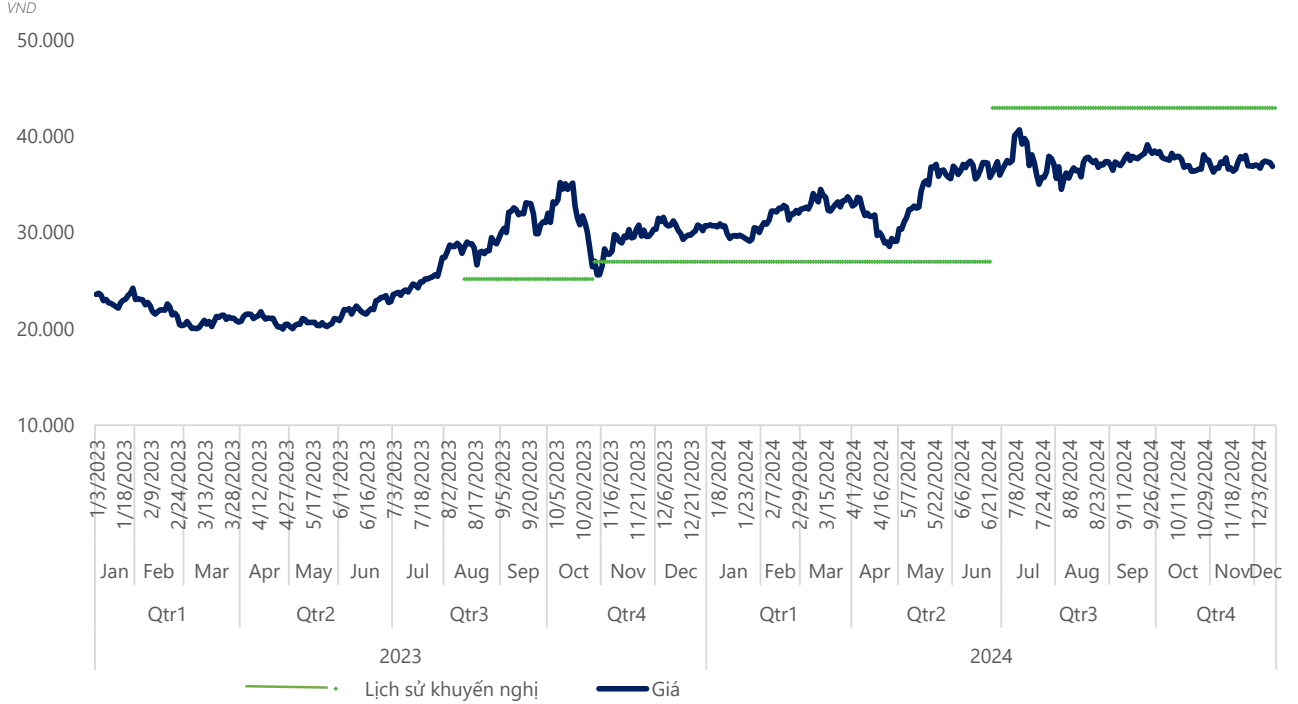
Biên lợi nhuận cải thiện

Doanh thu tuy giảm 12% YoY, nhưng lợi nhuận gộp lại ghi nhận mức tăng đột phá, gấp đôi cùng kỳ, nhờ sự cải thiện mạnh mẽ trong biên lợi nhuận gộp. Sự cải thiện này được thúc đẩy bởi cả hai mảng kinh doanh chính là ure và NPK. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp mảng ure tăng 13 điểm % YoY, nhờ chi phí khấu hao giảm do nhà máy đã hết khấu hao từ Q4/2023. Đồng thời, biên lợi nhuận gộp mảng NPK cũng tăng 8 điểm % YoY nhờ giá bán được cải thiện và chi phí đầu vào giảm.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp trong thời gian tới sẽ được cải thiện nhờ chi phí khí đầu vào (chi phí chiếm 50% chi phí sản xuất ure) được dự báo giảm trong năm 2025 (IEA). Bên cạnh đó, việc được hoàn thuế VAT đầu vào cũng giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí sản xuất, cải thiện biên lợi nhuận gộp. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng tác động có thể không quá lớn mà chỉ giúp các sản phẩm phân bón nội địa tăng khả năng cạnh tranh với phân bón nhập khẩu khi có thêm dự địa giảm giá.

Nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh mẽ, biên lợi nhuận trước thuế vẫn tăng nhẹ 2 điểm % YoY dù doanh thu tài chính sụt giảm đáng kể. Cụ thể, doanh thu tài chính giảm 80% YoY, chỉ còn 39 tỷ đồng, chủ yếu do lãi tiền gửi giảm mạnh.

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



*Lịch sử khuyến nghị là giá mục tiêu của cổ phiếu được xác định bởi báo cáo gần nhất ở thời điểm đó

MÔ HÌNH KINH DOANH

MÔ HÌNH KINH DOANH CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (DCM)

ĐẦU VÀO	SẢN XUẤT	SẢN PHẨM	PHÂN PHỐI
<p>Khí tự nhiên</p> <p>Thu mua nội địa, nhập khẩu</p> <ul style="list-style-type: none"> Nguyên liệu chứa ĐẠM Nguyên liệu chứa KALI Nguyên liệu chứa LÂN 	<p>NHÀ MÁY ĐẠM CÀ MAU</p> <p>CSTK: 800,000 tấn Ure/năm</p> <p>NHÀ MÁY NPK</p> <p>CSTK: 300,000 tấn phân/năm</p>	<ul style="list-style-type: none"> Ure hạt đục* Phân NPK Phân bón TM Phế phẩm nông nghiệp <p>CƠ CẤU DOANH THU THEO SẢN PHẨM NĂM 2022</p>	<p>NỘI ĐỊA </p> <p>Hệ thống phân phối rộng khắp</p> <p>Đại lý cấp 1 Đại lý cấp 2 Trung gian khác</p> <p>XUẤT KHẨU</p>

Ure hạt đục*: thường có kích cỡ lớn hơn, cứng hơn, lâu tan hơn, và có chất lượng tốt hơn nên thường được ưu tiên xuất khẩu.

PHÒNG PHÂN TÍCH DSC

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.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHÊNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỜI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

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

Đào Đức Anh,

Chuyên viên Phân tích
anh.dd@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

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

(024) 3880 3456

info@dsc.com.vn