

THEO DÕI

Giá mục tiêu: 27.000 VND (▼ 3 %)

Cập nhật: 27/10/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực:

- Nguồn cung eo hẹp tại một số nước vẫn là yếu tố tích cực duy trì trong ngắn hạn.
- Nhu cầu cải thiện khi bước vào vụ mùa mới.

Tiêu cực: Tình trạng dư cung nhiều khả năng vẫn tiếp diễn trong dài hạn, khó có một cú sốc đủ lớn như năm 2021-2022 hỗ trợ giá.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi có phiếu chiết khấu về vùng giá 25.000d – 26.000d, mức P/E hợp lý rơi vào khoảng 8,5 lần.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Phân bón
Giá hiện tại (VND/cp)	28.500
Vốn hóa (Tỷ VND)	15.087
Số lượng CPLH (triệu cp)	529
EPS 4 quý gần nhất	3.050
P/E (27/10/2023)	9,34
Cao nhất 52 tuần	37.100
Thấp nhất 52 tuần	21.068

DCM

CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau

DSC

TỔNG QUAN

DCM là một trong hai doanh nghiệp sản xuất ure hàng đầu với thị trường trọng điểm tập trung tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên. 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.

DCM duy trì thị phần Ure nội địa từ 30% – 35%/năm. Năng lực sản xuất khá với nhà máy ure hạt đục với công suất 800,000 tấn/năm và một nhà máy NPK với công suất 300,000 tấn/năm. Định hướng chiến lược DCM trong giai đoạn tới vẫn tập trung vào chiếm giữ thị phần nội địa và mở rộng thị trường xuất khẩu nhằm đạt mức biên lợi nhuận tốt hơn.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Sản lượng tiêu thụ có nhiều biến động trong quý 3

Sản lượng tiêu thụ Ure Q3 được kỳ vọng khá tích cực khi tháng 8 đạt đỉnh với hơn 131 nghìn tấn. Tuy nhiên, câu chuyện hoàn toàn đổi lập khi sang tháng 9 chỉ đạt vồn vẹn 38 nghìn tấn, thấp nhất trong 9 tháng đầu năm.

Tuy nhiên, ban lãnh đạo vẫn đặt kế hoạch sản lượng tiêu thụ tháng 10 mức 75 nghìn tấn, cho thấy góc nhìn tích cực trong quý tới. Vụ lúa Đông-Xuân được gieo trồng vào khoảng tháng 10 sẽ là yếu tố hỗ trợ tạm thời trong quý tới.

Kế hoạch mua lại doanh nghiệp sản xuất NPK

Mới đây, DCM vừa thông báo về chủ trương mua lại vốn góp tại TNHH Phân bón Hàn – Việt (KVF). Hiện tại, KVF đang kinh doanh NPK với công suất nhà máy là 360.000 tấn NPK/năm. Kế hoạch này cho thấy DCM đang tiến tới việc mở rộng năng lực sản xuất mảng NPK, nhằm cạnh tranh và chiếm lại thị phần từ NPK nhập ngoại.

Nhà máy đạm Ure hết khấu hao

DCM sử dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng. Tính tới Q3/2023, khấu hao lũy kế đạt 14.125 tỷ đồng, chiếm 91% nguyên giá. Mỗi năm DCM phải trích lập khoảng 700-800 tỷ đồng chi phí khấu hao cho nhà máy đạm Ure. Dự kiến sau khi trích xong khấu hao nhà máy đạm trong năm 2023, khấu hao còn lại của nhà máy NPK cũng không quá đáng kể.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh số bán hàng cải thiện, giá vốn hàng bán ăn mòn lợi nhuận

Doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế Q3 đạt lần lượt 3.010 tỷ (-9% yoy) và 104 tỷ (-86% yoy). Lũy kế 9T/2023, hoàn thành 70% kế hoạch DT và 48% kế hoạch LNTT. Đây là quý đầu tiên DCM đạt lợi nhuận dưới 100 tỷ trong 11 quý liên tiếp. Mức giảm sau của LNTT do (1) giá bán bình quân giảm, (2) chi phí NVL đầu vào tăng và (3) chi phí bán hàng tăng.

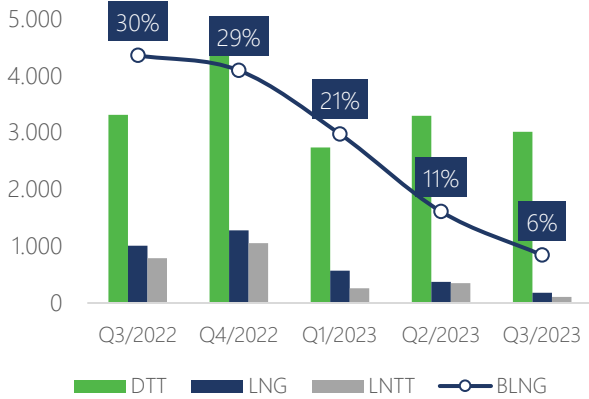
Do mảng Ure đóng góp đến 80% vào cơ cấu doanh thu và lợi nhuận, biến động của mảng này có tính chất quyết định đến HĐKD. Giá khí tự nhiên - NVL đầu vào chính cho Ure, chịu ảnh hưởng từ biến động mạnh của giá dầu Brent, gây ra từ những xung đột địa chính trị, gần đây đã quay lại xu hướng tăng mạnh trong ngắn hạn.

Tuy nhiên cần lưu ý rằng do DCM ghi nhận giá khí đầu vào theo mức thận trọng, 50% mua ngoài, chắc chắn đang cao hơn thực tế. Do đó khi cuối năm tỷ lệ này được điều chỉnh, khả năng cao sẽ có khoản hoàn nhập chi phí.

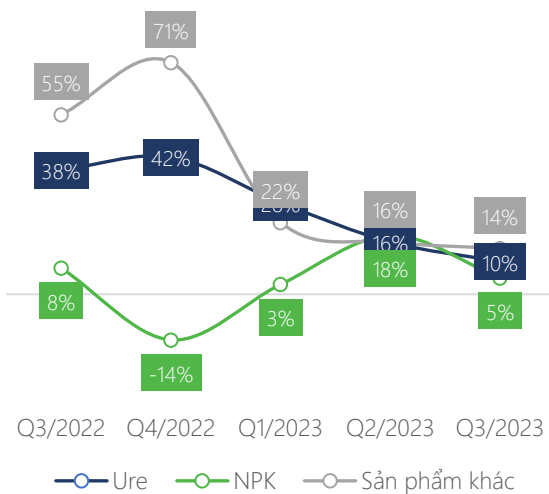
Về mảng NPK, mặc dù BLNG cho thấy sự cải thiện trong Q1 và 2. Sở dĩ Q4 giá vốn hàng bán cao do nhà máy mới đi vào hoạt động, nhập nhiều nguyên liệu với giá Kali cao, trong khi lượng tiêu thụ nội địa không đáng kể. Đa số người dân vẫn ưa chuộng phân NPK nhập khẩu hơn do NPK nội địa còn chưa gây dựng được lòng tin về chất lượng.

Nửa đầu năm 2023 có vẻ NPK đã tìm lại điểm cân bằng và bắt đầu hồi phục.

KẾT QUẢ KINH DOANH

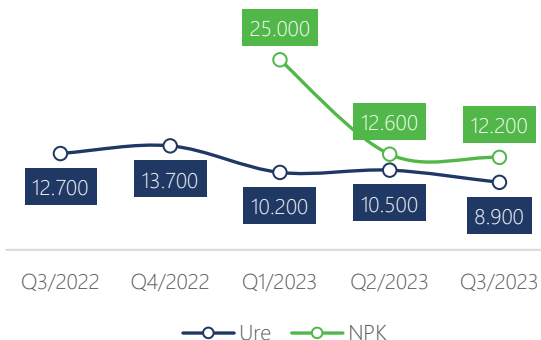


Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: DCM, DSC tổng hợp

Giá bán trung bình (ASP)



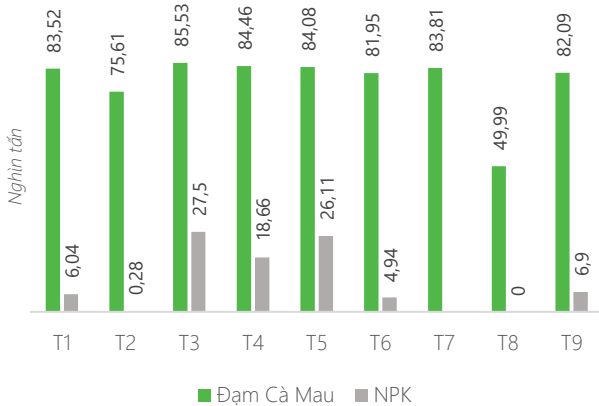
Nguồn: DSC ước tính

Giá bán trung bình sau khi neo tại mức 10.200- 10.500 VND đã giảm về mức 8.900 VND vào Q3, tương đương với mức nền giai đoạn trước 2021.

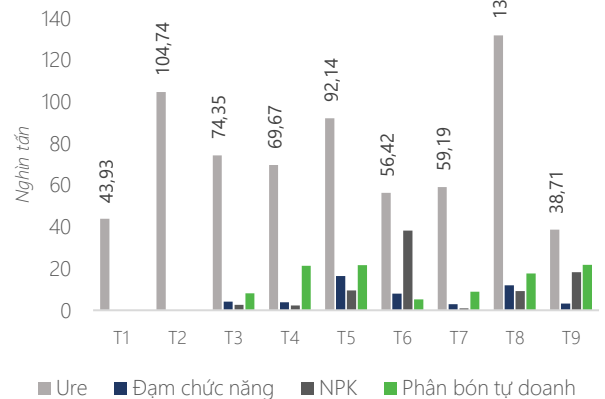
Một phần giá giảm như vậy đến từ sản lượng xuất khẩu giảm, mà giá xuất thường cao hơn giá bán nội địa, cộng thêm khả năng những hợp đồng ký trong giai đoạn trước tại giá thấp, kéo giá bán trung bình xuống thấp

Kỳ vọng giá bán TB Q4 cải thiện do nhu cầu cao khi bước vào vụ Đông-Xuân, tuy nhiên, giá bán khó có khả năng vượt qua mốc 10.500 VND.

SẢN XUẤT 2023

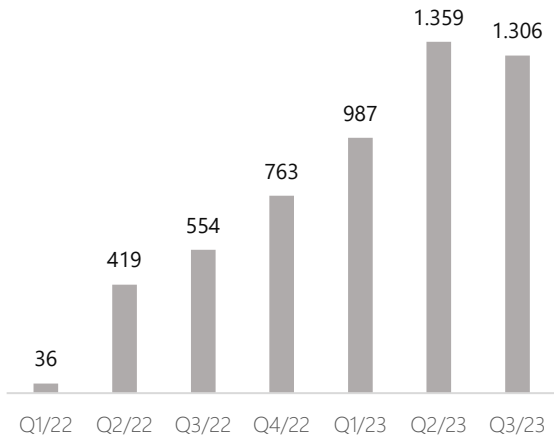


TIÊU THỤ 2023



Nguồn: DCM

Dự phòng các khoản phải trả ngắn hạn



Nguồn: DCM

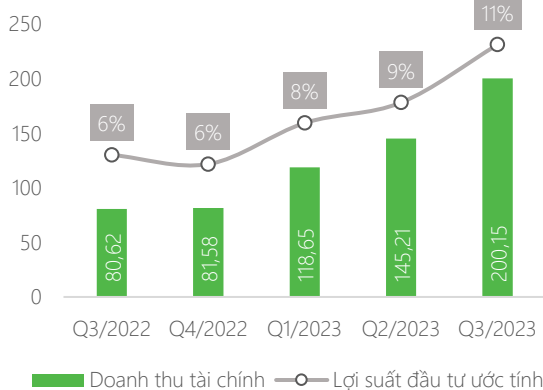
Dự phòng khoản phải trả tăng mạnh do giá khí đầu vào tăng

Do 2023 DCM bắt đầu tạm trích giá khí theo tỷ lệ 50/50 theo mua từ quyền nhận PVN và Petronas, Q3/2021, trong khi khoản dự phòng này chỉ chiếm 3% nợ ngắn hạn thì đến Q3/2023, tỷ lệ này đã lên mức 29%.

Do giá dầu leo thang và biến động, mà giá khí Petronas lại được neo theo giá dầu Brent với hệ số nhân là 12,7%, nên khoản trích lập tăng mạnh trong 3Q đầu năm 2023.

Tuy nhiên, giá khí sẽ được điều chỉnh khi DCM quyết toán lại theo tỷ lệ tiêu thụ thực tế với PVN vào cuối năm. Với sản lượng tiêu thụ 9T đầu năm đạt 671 nghìn tấn, đi ngang so với cùng kỳ 2022, nhiều khả năng DCM sẽ hoàn nhập lại khoản dự phòng này.

Hiệu suất đầu tư tài chính



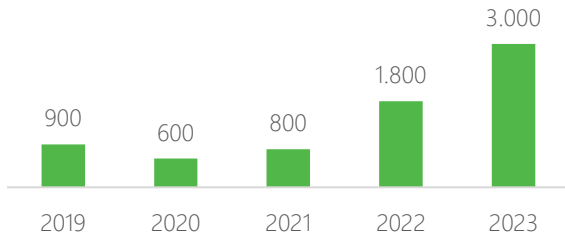
Nguồn: DCM, DSC ước tính

Mảng tài chính làm bệ đỡ cho biên lợi nhuận

DCM sở hữu lượng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng lớn. Đáng chú ý gần đây, tốc độ tăng trưởng khoản đầu tư tăng nhanh hơn đáng kể so với thời gian trước. Hoạt động kinh doanh tương đối ổn định và không đòi hỏi nguồn vốn lớn cho tài sản cố định là lý do cho khoản tiền gửi lũy kế tăng dần đều mỗi quý. Thu nhập tài chính thuần của DCM tương đương với 182% lợi nhuận trước thuế trong Q3/2023.

Trong giai đoạn chi phí sản xuất và bán hàng tăng mạnh, doanh thu tài chính trở thành bệ đỡ vững chắc cho hoạt động của DCM.

CỔ TỨC TIỀN MẶT



ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Từ 2018-2022, DCM duy trì kế hoạch trả cổ tức Tiền tỷ lệ 6% - 18%. Năm 2023, DCM nâng tỷ lệ cổ tức tiền mặt lên 30%, cao nhất trong 5 năm vừa qua, tương đương với tỷ suất cổ tức trung bình là 11% (theo giá đóng cửa ngày 26/10/2023).

Định giá

P/E của DCM (tại giá đóng cửa 26/10/2023) đạt 9,15 lần, thấp hơn so với mức P/E trung bình 5 năm (9,3 lần) và mức trung bình ngành (11,24 lần).

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của 2023 sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt -24% và -51%, đạt lần lượt 11.458 tỷ và 814 tỷ.

Giả định sản lượng tiêu thụ 2023 dự phóng đạt 870 nghìn tấn (hoàn thành 111% so với kế hoạch). ASP Ure Q4 kỳ vọng phục hồi về mức 9.700 đồng.

Kết hợp hai phương pháp định giá P/B và P/E, giá mục tiêu của 2023 là 27.000 VND/cp, **downside 3%** so với giá đóng cửa ngày 26/10/2023 là 27.900 VND/cp.

BIỂU ĐỒ GIÁ



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,
GĐ. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Văn Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn