

Ngành Phân bón

Báo cáo cập nhật

Tháng 9, 2023

Mã giao dịch: DCM

Reuters: DCM.HM

Bloomberg: DCM VN

Nhà máy Ure hết khấu hao hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong 2024

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **40.500**

Giá thị trường (13/9/2023) **34.150**

Lợi nhuận kỳ vọng **18,6%**

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2023: Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh quý 3/2023 với doanh thu thuần đạt 3.387 tỷ đồng (-2,4%YoY) và LNST đạt 387 tỷ đồng (-47%YoY). Trong đó, doanh thu giảm nhẹ so với Q2/2023 với sản lượng ước tính tăng hơn 60%YoY nhờ hưởng lợi thị trường chung phục hồi, bù đắp cho giá bán bình quân giảm hơn 30%YoY. Biên lợi nhuận cũng giảm mạnh từ 31% về mức 21%, bên cạnh việc giá bán các sản phẩm cốt lõi giảm mạnh thì giá khí đầu vào cũng tăng so với cùng kỳ do DCM đang tạm trích chi phí mua khí đầu vào theo tỷ trọng khí mua từ Petronas chiếm 50% (trong khi trước đây tỷ lệ này chỉ 10%-15%). Với trọng số này, chúng tôi ước tính chi phí khí đầu vào (bao gồm thuế và giá vận chuyển khí) là 9,8 USD/mmbtu trong 2023, tăng 2% so với 2022.

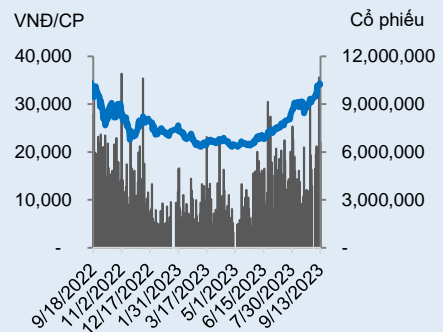
THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.067-34.5650
Vốn hóa	18.079 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	529.400.000
KLGD bình quân 10 ngày	6.060.202
% sở hữu nước ngoài	10,66%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8,8%
Beta	1,24

Điểm nhấn đầu tư

Nhà máy Ure hết khấu hao trong quý 3, lợi nhuận tăng mạnh trong 2024: Chi phí khấu hao sẽ giảm đáng kể từ Q4/2023 do các nhà máy Ure DCM đã hết khấu hao từ cuối quý 3. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao hàng năm của nhà máy Ure dao động từ 1.000–1.200 tỷ đồng mỗi năm (tương đương 50%, 26% và 65% LNTT năm 2021-2022-2023). Ước tính chi phí khấu hao trong năm 2024 sẽ giảm 877 tỷ đồng so với 2023. Chúng tôi nhận định việc hết khấu hao nhà máy Ure là đòn bẩy giúp DCM có lợi nhuận tăng trưởng mạnh ~61%YoY trong 2024.

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DCM	37,4%	12,3%	46,6%	51,3%
VN-Index	18,6%	0,4%	11,4%	18,5%

Tiềm lực tài chính mạnh mẽ hỗ trợ cho việc chi trả cổ tức cao: DCM có năng lực tài chính mạnh mẽ với số dư tiền mặt ròng 10.200 tỷ trong khi đó tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH là -92,1% vào cuối Q2/2023. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của DCM duy trì ở mức 1.700–2.200 tỷ đồng trong giai đoạn 2024–2028, duy trì dự báo cổ tức giai đoạn 2024-2028 là 2.500–3.000 đồng/cp (lợi suất cổ tức 7%-8%), tương ứng tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận trung bình là 75% trong giai đoạn 2024-2028.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế Cổ đông công ty mẹ của DCM trong năm 2024 (theo kịch bản cơ sở: tỷ trọng sản lượng khí đầu vào PVN và Petronas là 70:30, ước tính giá khí ~8,7 USD/mmbtu) lần lượt đạt 14.041 tỷ đồng (+10,6%YoY) và 2.301 tỷ đồng (+61%YoY). Ở mức giá hiện tại, DCM đang giao dịch tại mức P/E 2024 là 7,2x; thấp hơn mức trung bình 5 năm ngành phân bón là 9,7x. Với phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DCM với giá mục tiêu là **40.500 đồng/cổ phiếu** – tỷ suất sinh lời là 18,6% với kỳ vọng thị trường phân bón tiếp tục phục hồi và LNST tăng trưởng ổn định từ 2.300-2.500 tỷ/năm trong giai đoạn 2024-2028 sau khi hết khấu hao trong 2023.

Chuyên viên phân tích

Tôn Nữ Nhật Minh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

minhtn@bvsc.com.vn

Nhận định thị trường Ure

Diễn biến giá Ure trong 1H2023

Diễn biến giá phân bón trong 1H2023: Theo Indexmundi, giá phân Ure thế giới trong 1H2023 ~320 USD/tấn (-57%YoY) do nguồn cung dồi dào trong khi đó sức mua còn yếu. Cuối tháng 6, giá Ure dao động 280-290 USD/tấn do thị trường phân bón Việt Nam phản ứng chậm trước thông tin đấu thầu nhập khẩu Ure của Ấn Độ nhận giá chào thấp nhất 280 USD/tấn CFR. Trong nước, nguồn cung Ure trong nước giảm nhẹ 3% trong khi nhu cầu giảm 13% trong 1H2023. Sản lượng phân bón xuất khẩu giảm 15% còn 680 nghìn tấn và giảm 43% giá trị xuất khẩu còn 219 triệu USD. Nhập khẩu phân bón cũng lần lượt giảm 7% về lượng và 28% về giá trị, còn 1,6 triệu tấn và 256 triệu USD. Bên cạnh đó, hoạt động nhập khẩu có phần sôi động khi có tàu Ure từ Indonesia và Trung Quốc nhập về Việt Nam nhưng nhu cầu chậm lại tại Đồng bằng sông Cửu Long và các khu vực khác không được cải thiện gây áp lực giá phân bón nội địa tiếp tục đi xuống.

Chúng tôi cho rằng giá phân bón đã chạm đáy trong 1H2023, nguồn cung phân bón vượt cầu do: (1) Tồn kho còn cao, đặc biệt tại Trung Quốc đang dư thừa 7-10 triệu tấn Ure trong 1H2023; (2) Trung Quốc nới lỏng hạn chế xuất khẩu gây áp lực giảm giá Ure trên toàn cầu. Kể từ nửa cuối năm 2022, Trung Quốc đã nới lỏng các hạn chế xuất khẩu bằng cách rút ngắn quy trình thông quan từ 90 ngày xuống còn khoảng 30 ngày. Sản lượng xuất khẩu Ure của Trung Quốc tăng cao sẽ ảnh hưởng đến giá Ure ở các nước lân cận; và (3) Các nhà máy mới Ấn Độ, Nigeria, Brunei đi vào hoạt động. Trong đó, nhà máy mới Brunei có tổng công suất sản xuất gấp 4 nhà máy sản xuất Ure tại Việt Nam. Trong khi đó nhu cầu tiêu thụ vẫn còn yếu.

Giá Ure phục hồi nhẹ trong Q3/2023

Đối với thị trường thế giới – giá Ure tăng mạnh trong tháng 7 và chứng lại đà tăng trong tháng 8: Giá Ure thế giới tăng tại hầu hết các khu vực trong tháng 7 và lập đỉnh vào cuối tháng, đạt 427 USD/tấn nhờ: (1) Việc chấm dứt thỏa thuận ngũ cốc Biển Đen có thể dẫn đến giá nông sản tăng mạnh và gây ảnh hưởng xấu tới an ninh lương thực, dẫn đến giá Ure phục hồi ở các quốc gia do sức mua tăng và ổn định từ tuần cuối cùng của tháng 6; (2) Nguồn cung bị thu hẹp do các nhà máy sản xuất ở Malaysia, Brunei và Indonesia đang trong quá trình bảo dưỡng; (3) Tồn kho của các nhà cung cấp ở Trung Quốc giảm hơn 75% so với mức 1,16 triệu tấn vào đầu tháng 6; (4) Chính phủ Ai Cập quyết định gia hạn vô thời hạn việc cắt giảm 30% nguồn cung khí đốt đối với tất cả các nhà sản xuất Ure tại nước này (Ai Cập chiếm 4% sản lượng sản xuất và 8% sản lượng xuất khẩu Ure toàn thế giới năm 2022); và (5) Đợt thầu mua Ure của Ấn Độ với sản lượng kỳ vọng 1-1,2 triệu tấn, được thực hiện từ đầu T8/2023, cũng là thông tin hỗ trợ cho giá Ure phục hồi. Đến tháng 8, giá Ure thế giới tháng vẫn giữ đà tăng so với tháng 6 nhưng mức độ đã chậm lại so với thời điểm cuối tháng 7. Diễn hình tại một số thị trường, mức giá bắt đầu có xu hướng đảo chiều giảm khi Ấn Độ tiến hành trả giá lại với các nhà cung cấp theo giá thầu thấp nhất trong đấu thầu đóng ngày 9/8 của Công ty sản xuất và kinh doanh phân bón IPL tại Ấn Độ. Nhiều chuyên gia dự báo giá Ure thế giới sẽ tăng nhẹ trong những tháng cuối năm theo xu hướng biến động của giá than và khí nguyên liệu đầu vào. Ngoài ra, việc Nga áp đặt hạn ngạch mới ~16,3 triệu tấn cho xuất khẩu phân bón (trong đó 10,66 triệu tấn hạn ngạch áp dụng cho Ure, UAN và AN), có hiệu lực từ ngày 1/6 đến ngày 30/11/2023 cũng là yếu tố có thể khiến giá phân Ure tăng trong những tháng cuối năm. Theo báo cáo mới nhất của Argus, giá Ure ở các khu vực dao động từ 330-380 USD/tấn trong Q4/2023 (+20%QoQ) và 370-420 USD/tấn trong 1H2024.

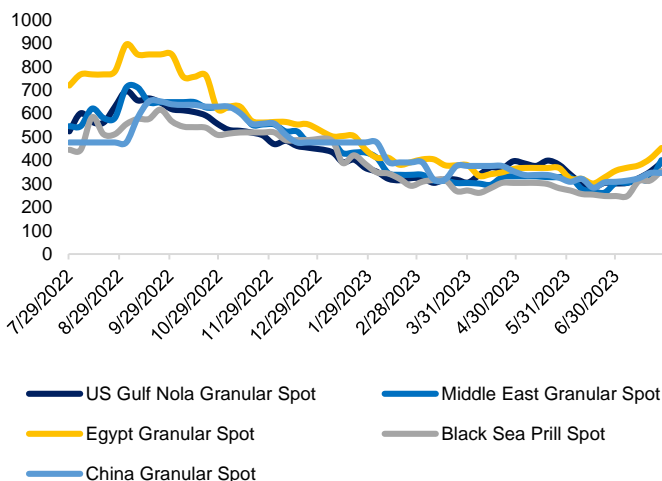
Đối với thị trường trong nước – điều chỉnh tăng theo giá Ure thế giới: thông thường tháng 7 và 8 là thời kỳ thấp điểm của thị trường phân bón do vụ mùa Hè Thu đã qua, vụ Đông Xuân chưa tới. Tuy nhiên, thời điểm này năm nay, nguồn cung phân bón trên thị trường thế giới thu hẹp lại trong khi nhu cầu lương thực tăng cao sau việc chấm dứt thỏa thuận ngũ cốc Biển Đen và lệnh hạn chế xuất khẩu gạo của Ấn Độ, có thể dẫn đến giá nông sản tăng mạnh và gây ảnh hưởng xấu tới an ninh lương thực. Tất cả các yếu tố này sẽ tác động khiến giá phân bón gia tăng trên thị trường toàn cầu và cả Việt Nam. Chính vì vậy, các nhà máy sản xuất phân bón trong nước đều đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu phân bón và có thông báo điều chỉnh giá nội địa tăng theo xu hướng giá thế giới, tiếp đà tăng liên tục từ khoảng giữa tháng 7 đến nay.

Riêng tháng 7/2023 xuất khẩu phân bón tăng 30,6% về khối lượng và tăng 17% kim ngạch. Xuất khẩu Ure của Việt Nam trong tháng 8 sẽ tăng lên mức 70.000 tấn với giá xuất khẩu trên 400 USD/tấn Fob cho mỗi đơn hàng.

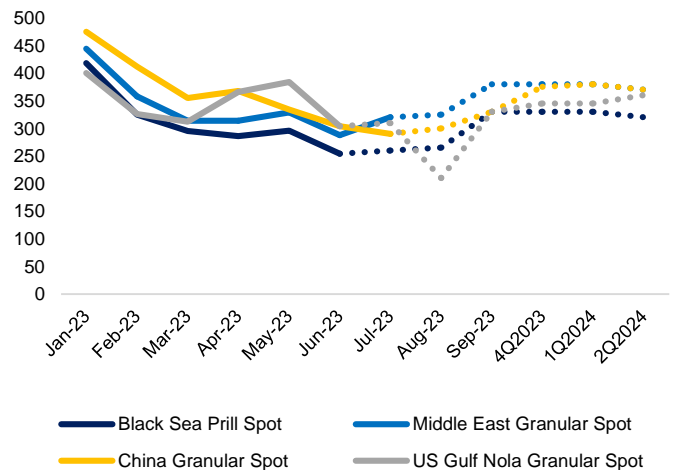
Chúng tôi nhận định giá Ure nội địa sẽ tiếp tục tăng cho đến đầu quý 4 năm nay nhờ: (1) Phiên đấu thầu của Ấn Độ dự kiến mua khoảng 1,5 triệu tấn Ure, giao hàng trước 26/9. Do đó, kỳ vọng các thương nhân quốc tế sẽ tìm nguồn cung hàng từ Việt Nam để dự thầu; (2) Cả nước sẽ bước vào cao điểm mùa vụ, nhất là ở phía Bắc sẽ bước vào vụ Đông và vụ Chiêm Xuân (tháng 9 và tháng 10) - là thời điểm tiêu thụ phân bón lớn nhất trong năm; và (3) Thủ tướng Chính phủ yêu cầu thúc đẩy xuất khẩu gạo trong 6 tháng cuối năm theo Công điện số 610/CĐ-TTg (đặc biệt lúa gạo - chiếm hơn 50% tổng diện tích gieo trồng tại Việt Nam). Tuy nhiên, giá Ure nội địa chỉ tăng nhẹ, không thể nào tạo nên một “cơn sốt” như trong năm 2021 và 2022, trừ khi có biến động địa chính trị bất ngờ xảy ra. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp phân bón sản xuất phân bón cũng hạn chế ra hàng và “cầm chừng” trong việc nhập khẩu.

Ngoài ra, chúng tôi e ngại **hiện tượng El Nino** sẽ tác động tiêu cực đến hoạt động trồng trọt trong nước, gây ra tình trạng xâm nhập mặn vào đất liền trong mùa khô (kéo dài từ tháng 11 đến tháng 4 năm sau) cho khu vực Tây Nam Bộ, gây ảnh hưởng lớn đến diện tích gieo trồng, từ đó tác động đến nhu cầu phân bón. Chúng tôi cho rằng hiện tượng El Nino sẽ bắt đầu có ảnh hưởng đáng kể đến nhu cầu tiêu thụ phân bón kể từ cuối năm 2023 - thời điểm bắt đầu mùa khô ở khu vực Tây Nam Bộ.

Biến động giá Ure
đơn vị: USD/tấn



Dự báo giá Ure
đơn vị: USD/tấn



Nguồn: Bloomberg, Argus

Phân tích hoạt động kinh doanh của DCM trong 1H2023

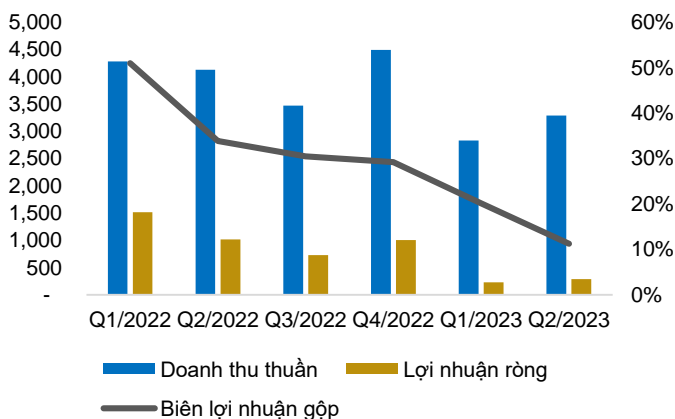
Lợi nhuận nửa đầu năm sụt giảm mạnh

Doanh thu thuần của DCM trong 1H2023 đạt 6.026 tỷ đồng (-26%YoY) do giá bán các sản phẩm chủ lực giảm mạnh. Ước tính doanh thu sản xuất phân bón giảm hơn 30%YoY trong khi doanh thu bán hàng hóa lại tăng nhẹ 5%. Đối với mảng phân bón, giá bán trung bình của Ure và NPK Phú Mỹ lần lượt giảm 36%YoY và 18%YoY trong 6 tháng đầu năm 2023. Tuy nhiên, sản lượng phân bón Ure và NPK đều tăng hơn gấp đôi trong quý 2 nhờ vụ mùa gieo trồng mới bắt đầu từ Q2 (cụ thể: tại khu vực ĐBSCL sẽ bắt đầu gieo và chăm bón từ tháng 4, trong khi một số khu vực thuộc Đồng Tháp, Kiên Giang, Cần Thơ sẽ bắt đầu xuống giống lúa thu đông vào cuối tháng 6. Tại khu vực miền trung nhu cầu tiêu thụ cũng gia tăng do nhu cầu chăm bón cho vụ hè thu) và tình hình kinh tế của các hộ nông dân thuận lợi phục vụ cho việc nhập hàng.

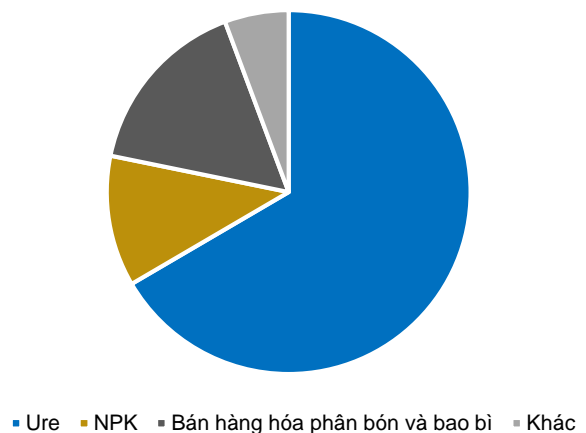
Biên lãi gộp sụt giảm mạnh từ mức 40,7% trong 1H2022 giảm xuống còn 15,6% trong 1H2023 do giá bán các sản phẩm phân bón giảm mạnh và giá khí đầu vào tăng nhẹ ~3% theo kịch bản thận trọng của DCM là tỷ trọng sản lượng khí đầu của PVN và Petronas ~ 50%:50%. DCM chỉ tạm trích chi phí giá khí trong năm 2023 theo tỷ lệ phân bổ giữa mua từ quyền nhận của PVN và mua ngoài từ Petronas là 50%:50%, sau đó sẽ quyết toán lại theo tỷ lệ tiêu thụ thực tế với PVN vào thời điểm cuối năm.

Chi phí hoạt động giảm 36%YoY nhờ chi phí trích quỹ phát triển khoa học công nghệ (thuộc hạng mục chi phí quản lý doanh nghiệp) giảm từ 300 tỷ xuống còn 18 tỷ, các chi phí có tỷ trọng lớn khác như chi phí nhân công, vận chuyển/bốc xếp, quảng cáo/truyền thông lần lượt tăng 35%; 41% và 138%. Lợi nhuận của DCM trong 1H2023 chỉ đạt 290 tỷ đồng (-71,5%YoY).

Kết quả kinh doanh DCM
(đơn vị: tỷ đồng)



Tỷ trọng cơ cấu theo sản phẩm 1H2023

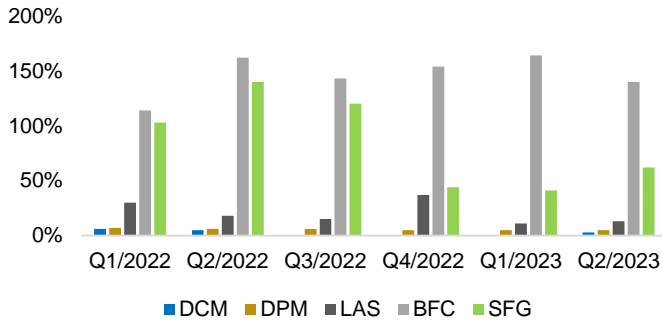


Nguồn: DCM

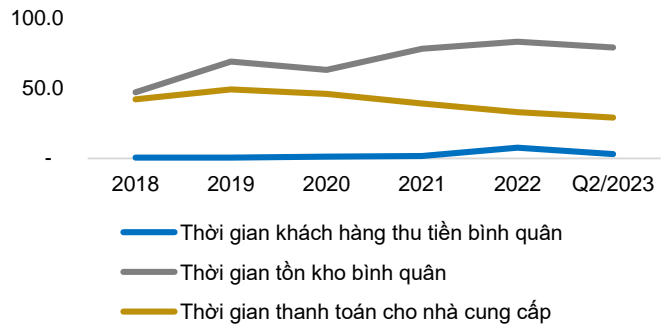
Tỷ lệ nợ vay thấp và khả năng thanh toán lành mạnh: Nợ vay của DCM cuối Q2/2023 đạt 305 tỷ đồng, chủ yếu đến từ khoản nợ vay ngắn hạn. Tỷ lệ đòn bẩy D/E ~2,8%, ở mức thấp nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong khi đó, tỷ lệ tiền mặt cao chiếm 67% tổng tài sản, đạt gần 10.512 tỷ đồng. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của DCM ở mức tốt với chỉ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 3,5 lần và chỉ số chi trả lãi vay (EBITDA/(Lãi vay+Nợ ngắn hạn)) ở mức khoảng 11,3 lần. Cả 2 chỉ số này đều có xu hướng cải thiện qua các năm.

Rủi ro chiếm dụng vốn của DCM ở mức thấp do khách hàng chủ yếu là hộ nông dân và đại lý quy mô nhỏ. So với các doanh nghiệp phân bón, DCM có số ngày phải thu thấp nhất ngành, chỉ dao động bình quân 1-2 ngày, điều này thể hiện dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của DCM tốt và sức mạnh mặc cả với khách hàng khá cao.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH của các doanh nghiệp trong ngành phân bón



Vòng quay vốn lưu động
(đơn vị: ngày)



Nguồn: Fiinpro

Cập nhật kết quả kinh doanh 1H2023

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	1H2022	1H2023	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	8.159	6.026	
Kinh doanh hàng hóa sản xuất trong nước	6.862	4.713	Doanh thu 2023 giảm do có mức nền cao từ 2022, trong đó mảng phân bón ước tính giảm 30%.
- Ure	6.318	4.012	Sản lượng tăng 2,1%YoY trong khi giá bán bình quân giảm 360%YoY.
- NPK	544	701	Sản lượng giảm 57%YoY, giá bán bình quân giảm 18%YoY. Biến động giá NPK thường trễ từ 1-2 tháng so với biến động giá Ure.
Bán hàng hóa phân bón và bao bì	923	970	
Khác	374	343	
Lợi nhuận gộp	3.320	940	Biên lãi gộp 1H2023 chỉ đạt 15,6%, so với mức 40,7% của 1H2022 do giá bán của các sản phẩm cốt lõi đều giảm và phí vận chuyển tăng cao do Công ty đang tạm tính giá khí dựa trên tỷ lệ mua ngoài của Petronas chiếm 50% trong tổng nguồn tiêu thụ khí, ước tính giá khí ~9,8 USD/mmbtu, tăng nhẹ 2% so với năm 2022
Chi phí hoạt động	(669)	(627)	
EBIT	4.084	284	
Chi phí lãi vay	(31,6)	(32)	
LNST Cổ đông công ty mẹ	3.441	361	
EPS (đồng/cp)	8.699	912	

Dự phóng doanh thu 2023 – 2024

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	15.925	12.698	14.041	
Kinh doanh hàng hóa sản xuất trong nước	13.199	10.111	11.038	Doanh thu 2023 giảm do có mức nền cao từ 2022, trong đó mảng phân bón ước tính giảm 23% do giá bán giảm mạnh hơn 30%YoY.
- Ure	11.946	8.831	9.523	Trong năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Ure đạt 882 nghìn tấn (+11% YoY) nhờ giá Ure hạ nhiệt, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nội địa, với giá định giá phân Ure về mức 10.000 đồng/kg (-36%YoY). Bước sang năm 2024, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ sẽ tăng nhẹ 2% và giá bán ở mức 10.300 đồng/kg (+3%YoY) nhờ giá nông sản tăng cao thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón và hỗ trợ giá bán.
- NPK	1.253	1.280	1.567	Trong năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của phân NPK đạt 100 nghìn tấn (+25% YoY) nhờ: (1) giá phân NPK hạ nhiệt sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước; và (2) nhà máy NPK của DCM vẫn chưa hoạt động hết công suất, với giá định giá phân NPK ở mức 12.800 đồng/kg (-17%YoY) do giá phân đơn đầu vào giảm. Bước sang 2024, chúng tôi ước tính thận trọng sản lượng tiêu thụ phân NPK ~120 nghìn tấn (+20%YoY) do sản phẩm mới NPK của DCM cần thời gian để tạo dựng thương hiệu và sự uy tín trên thị trường, với giá định phân NPK ở mức 13.100 đồng/kg (+2%YoY)
Bán hàng phân bón và bao bì	1.972	2.091	2.415	Trong năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của phân bón thương mại đạt 185 nghìn tấn (+50% YoY) nhờ: (1) chuỗi cung ứng phân bón dần được khắc phục; và (2) ký kết phân phối độc quyền phân DAP của Tập đoàn Văn Thiên Hóa. Năm 2024, chúng tôi ước sản lượng tiêu thụ tăng 10% YoY và giá bán bình quân tăng 5%YoY.
Khác	754	496	588	

Ước tính lợi nhuận DCM 2023-2024

Tăng tỷ trọng sử dụng khí từ nguồn Petrnas có thể khiến biên lãi gộp sụt giảm khi giá dầu Brent tăng

	2019-2021		01/01/2023 - 31/12/2026		01/01/2023 - 31/12/2026	
	Tỷ trọng nguồn	Giá khí	Tỷ trọng nguồn	Giá khí	Tỷ trọng nguồn	Giá khí
PVN - Việt Nam	90%	46%*HSFO	Tỷ trọng phân bổ thực tế hàng tháng	46%*HSFO	Tỷ trọng phân bổ thực tế hàng tháng	46%*HSFO
Petronas - Malaysia	10%	12,7%*Brent		12,7%*Brent		13,7%*Brent

Trước năm 2022, DCM nhập 90% khí đầu vào từ PVN và 10% còn lại là từ Petronas – giá khí cao hơn so với giá khí từ PVN. Từ năm 2022, lượng khí PVN khai thác bắt đầu giảm nên DCM phải mua thêm khí từ Petronas, dẫn đến giá khí năm 2022 sau khi quyết toán với PVN là 9,7 USD/mmBTU, qua đó chúng tôi ước tính tỷ lệ mua ngoài từ Petronas chiếm 15% trong cơ cấu nguồn tiêu thụ khí của nhà máy Đạm Cà Mau. Bước sang 2023, phần khí phân bổ cho DCM được đề xuất dựa trên tỷ trọng linh hoạt giữa 2 nguồn khí PVN Việt Nam và Petronas (Malaysia) theo tỷ

trong tiêu thụ thực tế hàng tháng. Ban lãnh đạo cho biết trong kịch bản xấu nhất thì DCM phải mua 50% khí từ Petronas, công ty tạm thời ghi nhận chi phí khí đầu vào là 9,8 USD/mmbtu, tăng 2% so với giá khí năm ngoái. Như vậy, nếu lượng khí thực tế mua từ Petronas thấp hơn 50%, DCM sẽ có thể hoàn nhập một phần chi phí khí đầu vào vào thời điểm cuối năm sau khi quyết toán với PVN. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ mua ngoài của Petronas chiếm 50% trong tổng nguồn tiêu thụ khí là kịch bản tương đối thận trọng với DCM. Chúng tôi đưa ra **3 kịch bản** để ước tính giá khí đầu vào DCM trong 2023: (1) **Kịch bản tiêu cực**: tỷ lệ mua ngoài của Petronas chiếm 50% trong tổng nguồn tiêu thụ khí; (2) **Kịch bản cơ sở**: tỷ lệ mua ngoài của Petronas chiếm 30% trong tổng nguồn tiêu thụ khí; và (3) **Kịch bản tích cực**: tỷ lệ mua ngoài của Petronas chiếm 20% trong tổng nguồn tiêu thụ khí. Các mức dự báo của chúng tôi đều cao hơn mức 15% năm 2022, do nhu cầu tiêu thụ khí của hai nhà máy Điện Cà Mau 1 và 2 sẽ gia tăng khi chu kỳ El Nino trở lại. Ngoài ra, chúng tôi giả định giá dầu Brent trong 2023–2024 lần lượt ~83 USD/thùng và 85 USD/thùng, giảm 18%YoY trong năm 2023 và tăng nhẹ 2,5% trong năm 2024 do OPEC+ thông báo việc cắt giảm sản lượng dầu thô sẽ kéo dài từ 6/2023 đến hết 2024.

Nhà máy Ure hết khấu hao trong quý 3, lợi nhuận tăng mạnh trong 2024: Chi phí khấu hao sẽ giảm đáng kể từ Q4/2023 do các nhà máy Ure DCM đã hết khấu hao từ cuối quý 3. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao hàng năm của nhà máy Ure dao động từ 1.000–1.200 tỷ đồng mỗi năm (tương đương 50%, 26% và 65% LNTT năm 2021-2022-2023). Ước tính chi phí khấu hao trong năm 2024 sẽ giảm 877 tỷ đồng so với 2023. Chúng tôi nhận định việc hết khấu hao nhà máy Ure là đòn bẩy giúp DCM có lợi nhuận tăng trưởng mạnh ~61%YoY trong 2024

Lợi nhuận tạo đáy từ 2023: Chúng tôi nhận định rằng lợi nhuận DCM đã tạo đáy trong 2023 do giá phân bón đã giảm mạnh -36% và khấu hao gần 900 tỷ đồng nhà máy Ure trong 2023. Bước sang giai đoạn 2024-2028, lợi nhuận DCM phục hồi nhờ: (1) giá phân bón phục hồi, động lực thúc đẩy đến từ giá nông sản neo mức cao sẽ kích thích nhu cầu sử dụng phân bón trong 2024; và (2) hết khấu hao nhà máy Ure từ 2024, giảm trung bình ~1.000 tỷ chi phí trong mỗi năm.

Đvt: tỷ đồng	2023			2024		
	Kịch bản tích cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tiêu cực	Kịch bản tích cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tiêu cực
Tỷ lệ PVN - Petronas	80:20	70:30	50:50	80:20	70:30	50:50
Giá khí (USD/mmbtu)	8,5	9	10,2	9,3	8,7	10,4
Doanh thu	12.698	12.698	12.698	14.041	14.041	14.041
COGS	(9.799)	(10.085)	(10.655)	(10.118)	(10.428)	(11.047)
Lợi nhuận gộp	2.899	2.614	2.899	3.923	3.613	2.994
Biên lợi nhuận gộp	23%	21%	23%	31%	26%	21%
Lợi nhuận ròng	1.693	1.426	893	2.591	2.301	1.721
EPS (đồng/cp)	3.198	2.694	1.687	4.893	4.346	3.250
% Tăng trưởng LN ròng (y-o-y)	-60%	-67%	-79%	53%	61%	93%

Dự phóng kết quả 2023 – 2024 theo kịch bản cơ sở

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	15.925	12.698	14.041	
Kinh doanh hàng hóa sản xuất trong nước	13.199	10.111	11.038	Doanh thu 2023 giảm do có mức nền cao từ 2022, trong đó mảng phân bón ước tính giảm 30% do giá bán giảm mạnh (13%-40%YoY).
- Ure	11.946	8.831	9.523	Trong năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Ure đạt 882 nghìn tấn (+11% YoY) nhờ giá Ure hạ nhiệt, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nội địa, với giá định giá phân Ure về mức 10.000 đồng/kg (-36%YoY). Bước sang năm 2024, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ sẽ tăng nhẹ 2% và giá bán ở mức 10.300 đồng/kg (+3%YoY) nhờ giá nông sản tăng cao thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón và hỗ trợ giá bán.
- NPK	1.253	1.280	1.567	Trong năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của phân NPK đạt 100 nghìn tấn (+25% YoY) nhờ: (1) giá phân NPK hạ nhiệt sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước; và (2) nhà máy NPK của DCM vẫn chưa hoạt động hết công suất, với giá định giá phân NPK ở mức 12.800 đồng/kg (-17%YoY) do giá phân đơn đầu vào giảm. Bước sang 2024, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ phân NPK ~ 120 nghìn tấn (+20%YoY) do sản phẩm mới NPK của DCM cần thời gian để tạo dựng thương hiệu và sự uy tín trên thị trường, với giá định giá phân NPK ở mức 13.100 đồng/kg (+2%YoY).
Bán hàng phân bón và bao bì	1.972	2.091	2.415	Trong năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của phân bón thương mại đạt 185 nghìn tấn (+50% YoY) nhờ: (1) chuỗi cung ứng phân bón dần được khắc phục; và (2) ký kết phân phối độc quyền phân DAP của Tập đoàn Vân Thiên Hóa. Năm 2024, chúng tôi ước sản lượng tiêu thụ tăng 10% YoY và giá bán bình quân tăng 5%YoY.
Khác	754	496	588	
Lợi nhuận gộp	5.611	2.614	3.613	Biên lãi gộp 2023 ước tính giảm 15 điểm phần trăm so với 2022 do giá bán của các sản phẩm cốt lõi đều giảm. Biên lãi gộp 2024 ước tính tăng 5 điểm phần trăm so 2023 do giá bán tăng nhẹ và hết khấu hao nhà máy Ure.
Chi phí hoạt động	(1.303)	(1.359)	(1.400)	Tỷ trọng chi phí hoạt động trong 2023 và 2024 tăng 2,7 điểm phần trăm so với 2022 do chi phí quảng cáo và truyền thông tăng mạnh cho sản phẩm mới, nhằm kích cầu tiêu thụ.
EBIT	4.308	1.255	2.213	
Chi phí lãi vay	(10,3)	(3,7)	(6,3)	
LNST Cổ đông công ty mẹ	4.275	1.426	2.301	
EPS (đồng/cp)	7.731	2.694	4.336	

Định giá và quan điểm đầu tư

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu DCM là **40.500 đồng/cổ phiếu** theo kịch bản cơ sở, với giá khí ~8,7 USD/mmbtu trong 2024. Chúng tôi ước tính mức P/E năm 2024/2025 dựa trên giá mục tiêu lần lượt là 9,3x/8,9x, thấp hơn mức P/E ngành trung bình 5 năm là 9,7x. BVSC đưa ra khuyến nghị **OUPERFROM** cho DCM với upside 18,6% do (1) Kỳ vọng thị trường phân bón tiếp tục phục hồi; và (2) Lợi nhuận tăng trưởng ổn định, dao động 2.300-2.500 tỷ/năm trong giai đoạn 2024-2028 sau khi chạm đáy trong 2023.

Đvt: tỷ đồng	2024		
	Kịch bản tích cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tiêu cực
Tỷ lệ PVN - Petronas	80:20	70:30	50:50
Giá khí (USD/mmbtu)	9,3	8,7	10,4
Doanh thu	14.041	14.041	14.041
COGS	(10.118)	(10.428)	(11.047)
Lợi nhuận gộp	3.923	3.613	2.994
Biên lợi nhuận gộp	31%	26%	21%
Lợi nhuận ròng	2.591	2.301	1.721
EPS (đồng/cp)	4.893	4.346	3.250
Giá mục tiêu (đồng/cp)	48.300	40.500	29.700

Định giá (đồng/cp)	Định giá	Tỷ trọng
Định giá theo phương pháp DCF (WACC = 11%)	39.756	70%
Định giá theo phương pháp P/E	42.110	30%
Giá mục tiêu của DPM	40.500	

Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	2.219	2.415	2.334	2.359	2.536
- Thuế	(164)	(295)	(289)	(294)	(315)
+ Khấu hao	150	150	149	150	150
- CAPEX	(129)	(117)	(136)	(120)	(127)
- Thay đổi vốn lưu động	(187)	(307)	(200)	(354)	(240)
FCFF	1.890	1.846	1.858	1.741	2.003
PV of FCFF	1.702	1.498	1.358	1.147	1.189
PV of Terminal value	11.238				
Giá trị doanh nghiệp	18.133				
- Nợ	(366)				
+ Tiền mặt	3.281				
Giá trị vốn CSH tương ứng	21.047				
SL cổ phiếu lưu hành (CP)	529.400.000				
Giá mục tiêu theo DCF (đồng/cp)	39.756				

Phương pháp P/E

Chúng tôi xác định P/E mục tiêu của DPM dựa trên trung bình có trọng số của 3 giá trị: (1) Trung bình P/E lịch sử của DPM trong 5 năm gần nhất, trọng số 20%; (2) P/E trung bình của một số doanh nghiệp sản xuất phân bón tại Việt Nam, trọng số 40%; và (3) P/E trung bình của một số doanh nghiệp trên thế giới hoạt động trong lĩnh vực sản xuất phân bón (sau khi chiết khấu 30% do thị trường chứng khoán Việt Nam có mức sụt giảm mạnh hơn so với các quốc gia khác), trọng số 40%.

	Giá trị	Tỷ trọng	P/E ngành	Giá mục tiêu (đồng/cp)
P/E trung bình các DN nước ngoài	10,4	40%	9,7	42.110
P/E các doanh nghiệp trong nước	10,1	40%		
P/E trung bình trong 5 năm gần nhất	7,4	20%		

Các doanh nghiệp nội địa cùng ngành:

MCK	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (triệu USD)	P/E bình quân 5 năm	Dòng sản phẩm chủ lực
DCM	CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau	534	9,9	Ure
BFC	CTCP Phân bón Bình Điền	41	7,4	NPK
VAF	CTCP Phân lân Văn Điển	16	10,3	Phân lân
Bình quân		239	10,1	

Các doanh nghiệp ngoại cùng ngành:

MCK	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ USD)	P/E bình quân 5 năm	Dòng sản phẩm chủ lực
CF	CF Industries	13,2	22	Phân bón, hóa chất
0297 HK	Sinofert	1,0	7	Phân bón, hóa chất
3983 HK	China BlueChemical	1,1	6	Phân bón, hóa chất,...
MOS	Mosaic	13,8	15	Phân bón, hóa chất,...
5183 KL	Petronas Chemicals	12,1	10	Phân bón, hóa chất,...
Bình quân		8	15	

Rủi ro: (1) Biến động giá cả hàng hóa và nguyên vật liệu đầu vào phụ thuộc nhiều vào các yếu tố chính trị; và (2) Thị trường phân bón trong nước bão hòa, cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	9.870	15.924	12.698	14.041
Giá vốn	(7.089)	(10.313)	(10.085)	(10.428)
Lợi nhuận gộp	2.781	5.611	2.614	3.613
Doanh thu tài chính	167.5	301.0	293.6	272.0
Chi phí lãi vay	(18,6)	(10,3)	(3,7)	(6,3)
Lợi nhuận sau thuế	1.826	4.281	1.426	2.301

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền, khoản tương đương tiền	428	2.126	3.281	2.433
Các khoản phải thu ngắn hạn	225	228	317	369
Hàng tồn kho	2204	2412	2654	2818
Tài sản cố định hữu hình	3.367	2.160	1.349	1.328
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tổng tài sản	11.072	14.193	15.695	15.897
Nợ vay ngắn hạn	3.187	2.937	3.879	3.928
Nợ vay dài hạn	407	635	1.245	883
Vốn chủ sở hữu	7.478	10.621	10.571	11.086
Tổng nguồn vốn	11.072	14.193	15.695	15.897

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2021	2022	2023F	2024F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	30,5%	61,3%	-20,3%	10,6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	176%	134%	-67%	61%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	28,2%	35,2%	20,6%	25,7%
Lợi nhuận thuần biên	18,5%	26,8%	11,2%	16,4%
ROA	18%	34%	10%	15%
ROE	26%	47%	13%	0%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	6,9%	2,7%	1,2%	2,3%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	10,0%	3,8%	1,7%	3,3%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.073	7.731	2.694	4.346
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.480	25.605	28.673	29.096

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính, Dầu khí
khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888