

Ngành Phân bón

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2023

Mã giao dịch: DCM

Reuters: DCM.HM

Bloomberg: DCM VN

Lợi nhuận kỳ vọng cải thiện trong Q4

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **37.800**

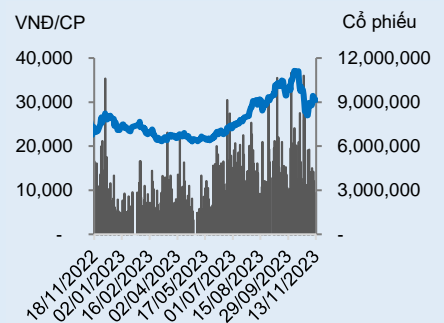
Giá thị trường (13/11/2023) 30.500

Lợi nhuận kỳ vọng 24%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.067-37.100
Vốn hóa	16.147 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	529.400.000
KLGD bình quân 10 ngày	3.925.981
% sở hữu nước ngoài	11,03%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9,8%
Beta	1,56

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DCM	22,7%	-11,6%	8,6%	41,7%
VN-Index	5,4%	-1,9%	-6,6%	3,4%

Kết quả kinh doanh quý 3 kém khả quan, chủ yếu đến từ giá khí tăng: Doanh thu thuần của DCM trong quý 3/2023 đạt 3.010 tỷ đồng (-13,3%YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ nội địa tăng 18%YoY, bù đắp lại giá bán bình quân giảm từ 32-45% so với cùng kỳ năm 2022. Biên lãi gộp chỉ đạt 5,9% do (1) Giá Ure xuất khẩu của DCM trong Q3/2023 ở mức 7.700 đồng/kg (-9%QoQ), thấp hơn 11% so với giá bán trong nước, trong khi đó sản lượng xuất khẩu trong Q3 chiếm ~40% tổng sản lượng tiêu thụ. Hầu hết các đơn hàng trong tháng 7 của DCM đều chốt giá từ trước nên sẽ không hưởng lợi từ việc giá Ure trên thế giới mới bắt đầu tăng mạnh từ giữa tháng 7; (2) Giá dầu Brent đầu vào trong Q3/2023 tăng 10% QoQ, khiến giá khí sản xuất Ure tăng 11% QoQ (khoảng 10,4 USD/mmbtu); và (3) Chi phí bảo dưỡng ước tính 100 tỷ trong Q3. Ngoài ra, chi phí bán hàng cũng tăng mạnh 30% QoQ do quý này đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu. LNTT đạt 105 tỷ đồng (-87%YoY).

Điểm nhấn đầu tư

Nhà máy Ure hết khấu hao trong quý 3, lợi nhuận tăng mạnh trong 2024: Lợi nhuận sẽ tăng thêm 300 tỷ trong quý 4 do 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 72% LNTT năm 2021-2022-2023). Trong năm 2024, chi phí khấu hao 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 ~94,9%YoY trong 2024.

Kỳ vọng kết quả kinh doanh quý 4 cải thiện so với quý trước: Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Ure tăng 10%QoQ nhờ bước vào vụ mùa Đông - Xuân. Bên cạnh đó, giá bán phân bón trong nước và xuất khẩu cũng tăng từ 8-10%QoQ. Ước tính doanh thu và LNTT (không tính giảm chi phí khấu hao) quý 4 lần lượt tăng 6%QoQ và 102%QoQ.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi nâng tỷ trọng sản lượng khí mua từ Petronas từ 30% lên 40%, ước tính giá khí ~10,02 USD/mmbtu, dẫn đến LNTT trong cũng giảm 11% so với dự phóng trước đây. Ước tính DTT và LNST của DCM trong 2024 lần lượt là 13,946 tỷ đồng (+14,3%YoY) và 2,038 tỷ đồng (+94,9%YoY). Ở mức giá hiện tại, DCM đang giao dịch tại mức P/E 2024 là 7,9x; thấp hơn mức trung bình 5 năm ngành phân bón là 9,4x. Với phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DCM với giá mục tiêu là **37.800 đồng/cổ phiếu** – tỷ suất sinh lời là 24% với kỳ vọng thị trường phân bón tiếp tục phục hồi và LNST duy trì ổn định từ 2.000-2.300 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 trong nước và thế giới trong Q4.2023

Thị trường thế giới: Giá Ure giảm nhẹ do nhu cầu tiêu thụ toàn cầu yếu

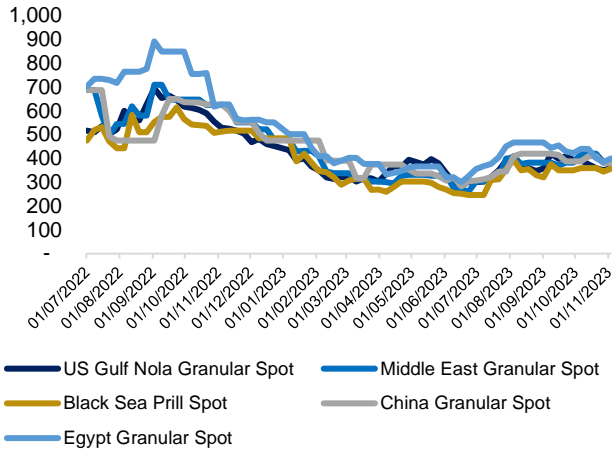
- Giá Ure thế giới đã chạm đáy trong Q2.2023 và phục hồi mạnh mẽ trong tháng 7 và đầu tháng 8 nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng tại Ấn Độ và Brazil và nguồn cung bị thu hẹp khi các nhà máy sản xuất ở Malaysia; Brunei và Indonesia ngừng sản xuất trong quá trình bảo dưỡng. Giá trung bình Ure khoảng 353 USD/ tấn, tăng 20%QoQ.
- Bước sang quý 4, nguồn cung Ure thế giới có biến động tại một số thị trường chính như Ai Cập, Trung Quốc – 2 quốc gia này chiếm 20% sản lượng xuất khẩu Ure thế giới. Đối với Ai Cập, nhiều thông tin cho rằng Ai Cập đang bị thiếu hụt nghiêm trọng nguồn cung cấp khí đốt tự nhiên sau cuộc chiến của Israel ở Gaza xảy ra đầu tháng 10, dẫn đến việc Israel ngừng cung cấp khí đốt, giảm đi 800 triệu feet khối/ngày, nguồn cung cấp khí đốt cho các công ty sản xuất phân bón bị cắt giảm 30%. Kết quả là Ai Cập đã kéo dài thời gian cắt điện hàng ngày để tiết kiệm khí đốt lên hai giờ thay vì một giờ và các nhà sản xuất Ure tại Ai Cập phải cắt giảm mạnh sản lượng từ cuối tháng 10. Hai công ty sản xuất Ure lớn nhất tại Ai Cập là KIMA và HELWAN cho biết, hoạt động sản xuất Ure của họ đã ngừng hoàn toàn vào 29/10 theo chỉ đạo từ Gasco - nhà cung cấp khí đốt thuộc sở hữu nhà nước của Ai Cập. Cả hai nhà máy đều có nguồn cung cấp khí đốt cung ứng trở lại vào 2/11. HELWAN báo cáo, nguồn cung cấp của họ đã đạt khoảng 70-80% công suất còn KIMA đạt công suất từ 60-70% và dự kiến sẽ tiếp tục sản xuất Ure trong vài ngày tới. Chuyên gia kinh tế và nhà phân tích thị trường Hanian El nhận định “Tình trạng thiếu khí đốt tự nhiên của Ai Cập dự kiến sẽ không còn kéo dài lâu nữa vì Chính phủ có thể sẽ ngừng xuất khẩu khí đốt tự nhiên trong một thời gian nhất định để có thể đáp ứng nhu cầu trong nước”. Ngoài ra, việc Trung Quốc đã yêu cầu một số nhà sản xuất phân bón tạm dừng xuất khẩu vẫn tiếp diễn trong tháng 10. Các giao dịch xuất khẩu thưa thớt được ghi nhận trong tháng này. Mặc dù vậy, các thành viên thị trường đều chỉ ra rằng Trung Quốc có thể xuất khẩu thêm hàng hóa sang Ấn Độ, với ước tính khoảng 3 triệu tấn Ure sẽ được xuất khẩu vào thị trường này. Trong bối cảnh nhu cầu tăng dự trữ trong nước, chuyên gia cho rằng Trung Quốc có thể vẫn còn một lượng lớn hàng hóa để xuất khẩu. Các quy trình thông quan ít nghiêm ngặt hơn, mất từ 30-45 ngày để hoàn thành do nhu cầu xuất khẩu tiềm năng.
- Chúng tôi nhận định nguồn cung Ure ở quý 4 duy trì ổn định, không xảy ra tình trạng sụt giảm như trong quý 3. Giá Ure thế giới trong tuần đầu tiên của tháng 10 tăng nhẹ 3% so với cuối tháng 9 và sau đó giảm từ 1-3%/tuần cho đến đầu tháng 11.
- Nhu cầu tiêu thụ Ure trên thế giới vẫn yếu trong tháng 10. Tại thị trường Ấn Độ, theo đợt thầu ngày 20/10, IPL mua vào 1,67 triệu tấn Ure giá 400 USD/tấn Cfr Bờ Tây và 404 USD/tấn Cfr Bờ Đông, giao nhận hàng trước 10/12/2023. Mức giá này đã đáp ứng được kỳ vọng của thị trường, cho thấy sự cân bằng giữa cung và cầu. Trong bối cảnh thị trường toàn cầu hiện nay và tính chất cạnh tranh của đợt thầu, nhiều chuyên gia trong ngành dự đoán giá Ure sẽ giảm mặc dù IPL mua lượng Ure đáng kể nhưng nhu cầu tiêu thụ trên thị trường khác vẫn

yếu. Tại các thị trường khác, giá Ure ở Trung Đông giảm đáng kể, xuống mức thấp nhất là 380 USD Fob trên thị trường giao ngay hay giá Ure ở Brazil giá chào bán từ 385-395 USD/tấn Cfr do nhu cầu dự kiến trước vụ Safrinha đã không thành hiện thực. Sự suy giảm này là dấu hiệu cho thấy những thách thức lớn hơn mà thị trường Ure đang phải đối mặt. Xu hướng giá Ure trong tương lai sẽ phụ thuộc nhiều vào đơn mua hàng từ Ấn Độ, Brazil, Mỹ Latin, Mỹ và Châu Âu. Do giá giảm sau đợt thầu gần đây, nhiều chuyên gia dự đoán rằng Ấn Độ có thể xem xét mở thầu tháng 1/2024 sớm hơn, có thể là vào tháng 12/2023. Việc mở thầu sớm tiềm năng này phản ánh sự háo hức của thị trường trong việc thích ứng với động thái giá đang thay đổi. Bên cạnh đó, Ferecon cũng nhận định nhà cung cấp đang nuôi hy vọng về đợt tăng giá tháng 12 ở Brazil trước thềm vụ Safrinha.

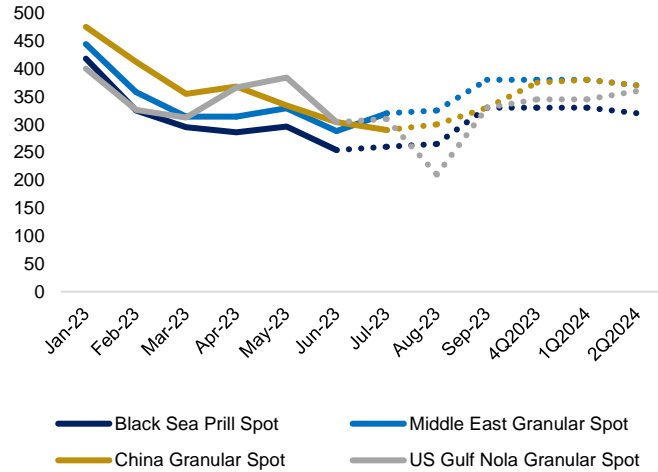
Thị trường trong nước: Nhu cầu tăng khi bước vào vụ mùa lớn, nhưng giá sẽ không tăng mạnh nhờ nguồn cung dồi dào

- Trong Q3.2023, nhu cầu tiêu thụ khoảng 573 nghìn tấn, giảm 15%QoQ trong khi nguồn cung tăng nhẹ tầm 4%QoQ, khoảng 621 nghìn tấn. Tuy nhiên, giá Ure nội địa trong quý này lại biến động theo giá thế giới, tăng hơn 10% so với mức giá trung bình của Q2.2023, dao động 9.500-11.350 đồng/kg. Xuất khẩu trong 9 tháng đầu năm giảm 12%YoY về sản lượng còn 1,2 triệu tấn và giảm 44%YoY về giá trị còn 487 triệu USD. Trong khi đó, giá trị nhập khẩu tăng 20% về sản lượng giảm 14%YoY về giá trị còn 932 triệu USD.
- Đến quý 4/2023, theo dự báo của các chuyên gia, nhu cầu tiêu thụ phân đạm Ure trong nước dự kiến sẽ tăng nhanh vào cuối tháng 11, nửa đầu tháng 12 tới đây khi Đồng bằng Sông Cửu Long bước vào cao điểm vụ Đông Xuân. Theo Công ty cổ phần Phân tích và Dự báo thị trường Việt Nam, tại thời điểm hiện nay, nhu cầu tiêu thụ Ure trong nước đã cải thiện hơn so với tháng 9 nhưng vẫn chưa ở mức cao. Khảo sát thực tế tại các thị trường trong nước cho thấy, tại khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long, hiện diện tích gieo sạ vụ Đông Xuân vẫn ở mức thấp như Sóc Trăng, Long An mới đạt 21-26% kế hoạch, đa số các tỉnh còn lại mới sạ được dưới 10% kế hoạch hoặc sang tháng 11 mới bắt đầu sạ như Hậu Giang, Cần Thơ, Kiên Giang... Tương tự như vậy, nhu cầu phân bón tại miền Bắc, tăng nhẹ trong 2 tuần cuối tháng 10 nhưng vẫn chưa cao. Tuy nhiên, giá bán phân bón được dự báo ổn định, tăng nhẹ 5-6% so với Q3/2023 nhờ nguồn cung dồi dào. Tổng hợp sản xuất từ 4 doanh nghiệp sản xuất phân Ure cho thấy, sản lượng sản xuất Ure trong nước tháng 10 đạt 195 nghìn tấn, tương đương mức sản xuất của tháng 9. Trong khi đó, tổng lượng nhập khẩu phân Ure tháng 10 ước đạt 46 nghìn tấn, tăng 1.000 tấn so với con số nhập khẩu tháng 9.
- Về xuất khẩu, PVFCCo mở thầu bán 10-40 nghìn tấn Ure hạt trong, giao hàng tháng 11/tháng 12. Hàng sẽ được bốc xếp tại cảng Phú Mỹ. Giá chào mua khoảng 380 USD/tấn Fob, trong khi bên bán nhằm giá mục tiêu 400 USD/tấn Fob. Đợt thầu đóng vào ngày 3/11 theo giờ địa phương.

Biến động giá Ure
đơn vị: USD/tấn

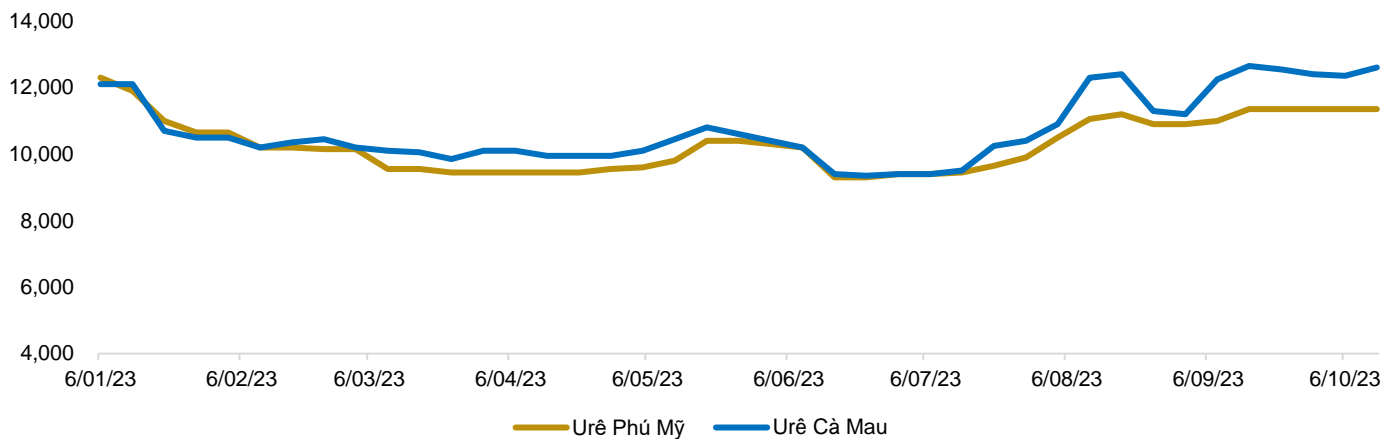


Dự báo giá Ure
đơn vị: USD/tấn



Nguồn: Bloomberg, Argus

Giá Ure nội địa trong 2023
đơn vị: VNĐ/kg



Nguồn: Agromonitor

Phân tích hoạt động kinh doanh của DCM trong Q3.2023

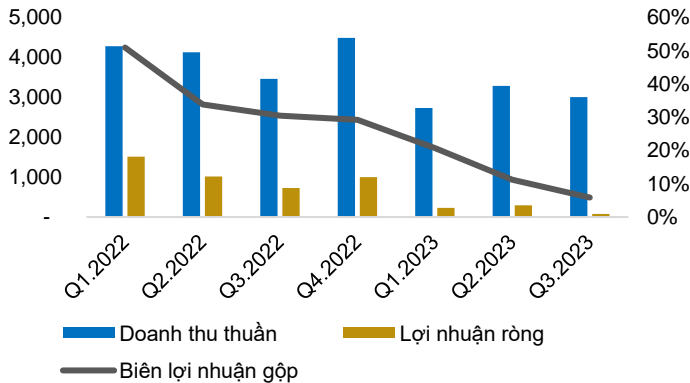
Lợi nhuận Q3 thấp kỷ lục trong 3 năm trở lại đây

Doanh thu thuần của DCM trong Q3. 2023 đạt 3.010 tỷ đồng (-13%YoY; -8,5%QoQ) do giá bán các sản phẩm chủ lực giảm so với quý trước. Trong đó, doanh thu sản xuất phân bón (gồm Ure và NPK) giảm 13,7%QoQ với giá bán trung bình của Ure và NPK Cà Mau lần lượt giảm 8,7% và 3%QoQ. Sản lượng Ure tiêu thụ chỉ tăng nhẹ 5%QoQ, chủ yếu là sản lượng xuất khẩu gần gấp đôi so với quý trước.

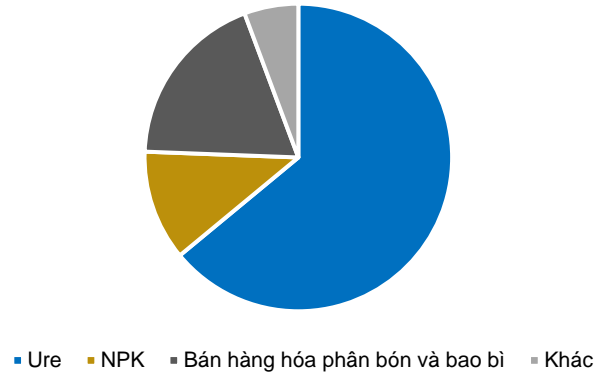
Biên lãi gộp chỉ còn 6% trong Q3.2023 do giá khí đầu vào tăng 11%QoQ, xấp xỉ 10,4 USD/mmbtu (theo ước tính của BVSC). Chúng tôi nhận định giá khí tăng trong quý 3 bắt nguồn từ một số nguyên nhân sau (1) Giá dầu Brent vào trong Q3/2023 tăng 10% QoQ, khiến giá khí sản xuất Ure tăng 11% QoQ; (2) Chi phí bảo dưỡng ước tính 100 tỷ trong Q3; (3) Nguồn cung ở mỏ khí giá rẻ trong nước đang ngày càng ít dần, dẫn đến cước phí vận chuyển cũng tăng; và (4) Tỷ giá USD/VND tăng 3%QoQ và 8%YoY.

Chi phí hoạt động giảm 7,4%YoY nhờ trong năm nay chi phí trích quỹ phát triển khoa học công nghệ (thuộc hạng mục chi phí quản lý doanh nghiệp) còn 42 tỷ so với mức gần 400 tỷ trong 2022, các chi phí có tỷ trọng lớn khác như chi phí nhân viên bán hàng, quảng cáo/truyền thông lần lượt tăng 57%; và 113%YoY. Lợi nhuận sau thuế của DCM trong Q3 chỉ đạt 74 tỷ đồng (-90%YoY).

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



Tỷ trọng cơ cấu theo sản phẩm Q3.2023

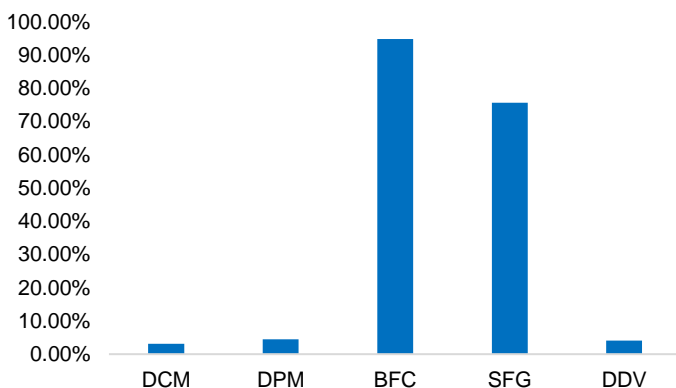


Nguồn: DCM

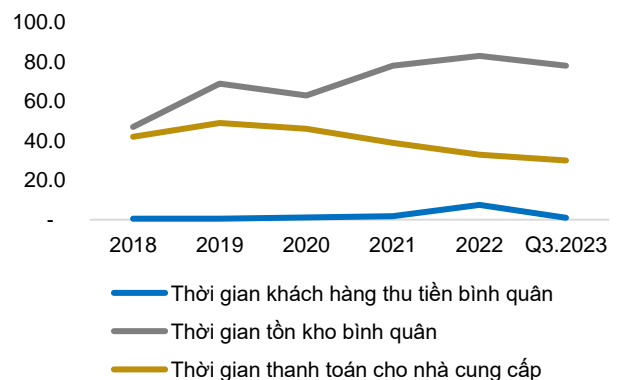
Tỷ lệ nợ vay thấp và khả năng thanh toán lành mạnh: Nợ vay của DCM cuối Q3/2023 đạt 293 tỷ đồng, thấp hơn 4% so với cuối Q2, và chủ yếu đến từ khoản nợ vay ngắn hạn. Tỷ lệ đòn bẩy D/E ~3,1%, ở mức thấp nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong khi đó, tỷ lệ tiền mặt cao chiếm 67% tổng tài sản, đạt gần 9.816 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 8,9 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 phân bón trong Q3.2023



Vòng quay vốn lưu động
(đơn vị: ngày)



Nguồn: Fiinpro

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3.2023

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	Q3.2022	Q3.2023	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	3.470	3.010	Doanh thu 2023 giảm do có mức nền cao từ 2022, trong đó mảng phân bón ước tính giảm 24%.
Kinh doanh hàng hóa sản xuất trong nước	2.962	2.257	
- Ure	2.633	1.907	Nội địa: Sản lượng tăng 18%YoY, giá bán giảm 43%YoY. Xuất khẩu: Sản lượng tăng 44%, giá bán giảm 44%YoY.
- NPK	329	350	Sản lượng giảm 33%QoQ, giá bán bình quân giảm 20%YoY.
Bán hàng hóa phân bón và bao bì	359	563	
Khác	149	190	
Lợi nhuận gộp	1.059	177	Biên lãi gộp trong quý 3 chỉ đạt 6%, so với mức 31% của Q3.2022 do 2 nguyên nhân chính (1) giá bán của các sản phẩm cốt lõi đều giảm và (2) giá khí tăng cao, ước tính giá khí quý 3 khoảng 10,4 USD/mmbtu, tăng 7% so với năm 2022.
Chi phí hoạt động	(299)	(277)	
Thu nhập tài chính	73	191	
EBIT	833	91	
LNST Cổ đông công ty mẹ	731	74	
EPS (đồng/cp)	1.272	101	

Điều chỉnh giảm lợi nhuận DCM do nguồn khí trong nước thu hẹp dần, tỷ trọng khí mua ngoài từ Petronas sẽ cao hơn ước tính trước đây

Hiện nay các mỏ dầu khí lớn của Việt Nam đang suy giảm sản lượng tự nhiên từ 5-8%/năm do hầu hết các mỏ đã khai thác quá lâu. Tại khu vực Tây Nam bộ, hiện mỏ khí PM3CAA đã suy giảm, do đó, phải mua khí từ Malaysia để bù khí cho khu vực Cà Mau. Tỷ trọng nguồn khí ngày càng suy giảm nhanh hơn so với dự báo và tỷ lệ cấp bù từ nguồn khí giá cao khác tăng lên dẫn đến chi phí cước phí vận chuyển tăng cao. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng tỷ trọng khí mua ngoài từ Petronas từ mức 30% trong báo cáo trước lên 40%, ước tính giá khí đầu vào của DCM trong 2024 khoảng 10,02 USD/mmbtu, tăng 15% so với dự phóng trước đây với giả định giá dầu Brent ~85 USD/thùng (+2,5%YoY) do OPEC+ thông báo việc cắt giảm sản lượng dầu thô sẽ kéo dài từ 6/2023 đến hết 2024.

Dự phóng kết quả 2023 – 2024

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	15.925	12.202	13.946	
Kinh doanh hàng hóa sản xuất trong nước	13.199	9.375	10.702	
- Ure	11.946	7.930	8.933	Trong năm 2024, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ sẽ tăng nhẹ 2% và giá bán ở mức 9.700 đồng/kg (+8%YoY) nhờ giá nông sản tăng cao thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón và hỗ trợ giá bán.
- NPK	1.253	1.445	1.768	Năm 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 13.000 đồng/kg (+2%YoY).
Bán hàng phân bón và bao bì	1.972	2.109	2.436	Năm 2024, chúng tôi ước sản lượng tiêu thụ tăng 10% YoY và giá bán bình quân tăng 5%YoY.
Khác	754	677	763	
Lợi nhuận gộp	5.611	1.921	3.156	Biên lãi gộp 2023 và 2024 đều giảm 2-4 điểm phần trăm so với dự phóng trước đây do chúng tôi nâng tỷ trọng giá khí mua ngoài từ mức 30% lên 40%. Biên lãi gộp 2024 ước tính tăng 7 điểm phần trăm so 2023 do giá bán tăng và hết khấu hao nhà máy Ure.
Chi phí hoạt động	(1.303)	(1.220)	(1.325)	Tỷ trọng chi phí hoạt động trong 2024 duy trì ở mức 9-10%, ngang với mức của 2023 do Công ty đẩy mạnh chi phí quảng cáo và truyền thông cho sản phẩm mới, nhằm kích cầu tiêu thụ.
Thu nhập tài chính	301	663	473	
EBIT	4.523	1.368	2.253	
Chi phí lãi vay	(10,3)	(3,8)	(6,6)	
LNST Cổ đông công ty mẹ	4.275	1.046	2.038	
EPS (đồng/cp)	7.731	1.975	3.849	

Định giá và quan điểm đầu tư

Chúng tôi điều chỉnh giảm hơn 24% lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) trong giai đoạn 2024-2028 so với mức dự phóng trước do tăng tỷ trọng khí mua ngoài từ Petronas trong bối cảnh các mỏ dầu khí lớn của Việt Nam dần suy giảm sản lượng.

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E, chúng tôi hạ giá mục tiêu DCM từ mức 40.500 đồng/cổ phiếu xuống còn **37.800 đồng/cổ phiếu** theo kịch bản cơ sở, với giá khí ~10,02 USD/mmbtu trong 2024 (cao hơn 15% so với mức 8,7 USD/mmbtu của dự phóng trước đây). Ở mức giá hiện tại, DCM đang giao dịch ở mức P/E năm 2024 khoảng 7,9x; thấp hơn mức P/E ngành trung bình 5 năm là 9,4x. BVSC đưa ra khuyến nghị **OUPERFROM** cho DCM với upside 24% do (1) Kỳ vọng thị trường phân bón tiếp tục phục hồi; và (2) Lợi nhuận duy trì ổn định, dao động 2.000-2.300 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	70:30	60:40	50:50
Giá khí (USD/mmbtu)	9,45	10,02	10,6
Doanh thu	13.946	13.946	13.946
COGS	(10.528)	(10.791)	(11.054)
Lợi nhuận gộp	3.418	3.156	2.893
Biên lợi nhuận gộp	24,5%	22,6%	20,7%
Lợi nhuận ròng	2.272	2.038	1.803
EPS (đồng/cp)	4.292	3.849	3.405
Giá mục tiêu (đồng/cp)	42.500	37.800	33.200

Định giá (đồng/cp)	Định giá	Tỷ trọng
Định giá theo phương pháp DCF (WACC = 11%)	38.553	70%
Định giá theo phương pháp P/E	36.181	30%
Giá mục tiêu của DCM	37.800	

Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	2.253	2.588	2.498	2.443	2.561
- Thuế	(242)	(288)	(278)	(273)	(286)
+ Khấu hao	150	150	149	150	150
- CAPEX	(129)	(117)	(136)	(120)	(127)
- Thay đổi vốn lưu động	(223)	(334)	(204)	(381)	(254)
FCFF	1.809	1.999	2.028	1.820	2.043
PV of FCFF	1.630	1.622	1.483	1.199	1.213
PV of Terminal value	10.388				
Giá trị doanh nghiệp	17.535				
- Nợ	(381)				
+ Tiền mặt	3.256				
Giá trị vốn CSH tương ứng	20.410				
SL cổ phiếu lưu hành (CP)	529.400.000				
Giá mục tiêu theo DCF (đồng/cp)	38.553				

Phương pháp P/E

Chúng tôi xác định P/E mục tiêu của DCM dựa trên trung bình có trọng số của 3 giá trị: (1) Trung bình P/E lịch sử của DCM 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 mục tiêu	Giá mục tiêu (đồng/cp)
P/E các doanh nghiệp nước ngoài	11,2	40%	9,4	36.181
P/E các doanh nghiệp trong nước	7,8	40%		
P/E trung bình trong 5 năm gần nhất	9,0	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
DPM	Tổng công ty Phân bón và Hóa chất dầu khí	643	6,7	Ure
BFC	CTCP Phân bón Bình Điền	41	7,4	NPK
SFG	CTCP Phân bón Miền Nam	17	45	Phân lân
VAF	CTCP Phân lân Văn Điển	16	10,3	Phân lân
Bình quân		179	7,8	

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	18	Phân bón, hóa chất
MOS	Mosaic	11,0	21	Phân bón, hóa chất,...
5183 KL	Petronas Chemicals	12,2	10	Phân bón, hóa chất,...
Bình quân		12	16	

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	12.202	13.946
Giá vốn	(7.089)	(10.313)	(10.280)	(10.791)
Lợi nhuận gộp	2.781	5.611	1.921	3.156
Doanh thu tài chính	168	301	663	473
Chi phí lãi vay	(18,6)	(10,3)	(3,8)	(6,6)
Lợi nhuận sau thuế	1.823	4.275	1.046	2.038

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền, khoản tương đương tiền	428	2.126	3.256	1.941
Các khoản phải thu ngắn hạn	225	228	305	367
Hàng tồn kho	2204	2412	2705	2916
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	15.392	15.433
Nợ vay ngắn hạn	3.187	2.937	3.892	4.013
Nợ vay dài hạn	407	635	1.269	914
Vốn chủ sở hữu	7.478	10.621	10.231	10.506
Tổng nguồn vốn	11.072	14.193	15.392	15.433

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2021	2022	2023F	2024F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	30,5%	61,3%	-23,4%	14,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	176%	134%	-76%	95%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	28,2%	35,2%	15,7%	22,6%
Lợi nhuận thuần biên	18,5%	26,8%	8,6%	14,6%
ROA	18%	34%	7%	13%
ROE	26%	47%	10%	20%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	6,9%	2,7%	1,3%	2,4%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	10,0%	3,8%	1,8%	3,6%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.073	7.731	1.975	3.849
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.480	25.605	28.072	28.197

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