

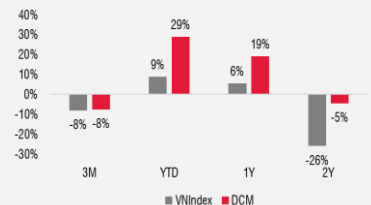
CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM: HOSE)

Ngày báo cáo: 20/12/2023
NGÀNH: PHÂN BÓN
 CVPT cao cấp: Nguyễn Trần Phương Nga
 Email: ngantp@ssi.com.vn
 SĐT: +84-28 3636 3688 ext. 3050

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **32.200 Đồng**
 Giá CP ngày 19/12/2023: 31.150 Đồng
 % Tăng giá: **+3,4%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 672
 Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 16.358
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 529
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 4.258.671
 Giá cao/thấp nhất 52T (1000 Đ): 37,9/20,6
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 139
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 10,95
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 75,56

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

DCM là công ty hạ nguồn do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) thành lập. Công ty chuyên sản xuất phân bón urê từ nguồn khí đầu vào do PVN cung cấp. Vào tháng 12/2014, PVN đã tiến hành IPO đối với DCM, và theo đó, giảm tỷ lệ sở hữu từ 100% xuống 75%.

Lợi nhuận năm 2024 dự kiến tăng nhờ chi phí khấu hao giảm

DCM công bố kết quả Q3/2023 thấp hơn dự kiến do giá urê bình quân phục hồi chậm đồng thời giá khí đầu vào cao hơn dự kiến. Công ty tiếp tục ghi nhận chi phí khí đầu vào cao hơn chi phí thực tế, thể hiện qua việc công ty tăng trích lập dự phòng cho chi phí khí đầu vào tăng. Tính đến cuối Q3/2023, công ty đã trích lập tổng cộng 1,3 nghìn tỷ đồng chi phí dự phòng (so với 680 tỷ đồng trong năm 2022 và 1,29 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q2/2023). Ban đầu, chúng tôi dự kiến DCM sẽ hoàn nhập một phần khoản dự phòng nói trên trong nửa cuối năm 2023 theo thông báo của DCM tại ĐHCĐ thường niên năm 2023, từ đó giúp giảm chi phí khí đầu vào trong nửa cuối năm 2023. Tuy nhiên, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (cổ đông lớn nhất của DCM) vẫn chưa đưa ra quyết định cuối cùng. Do thời gian hoàn nhập chi phí dự phòng chưa được quyết định và giá dầu nhiên liệu Q3/2023 tăng nhanh hơn giá định của chúng tôi nên chúng tôi điều chỉnh tăng giá định chi phí khí đầu vào giai đoạn 2023-2024.

Chúng tôi cho rằng giá urê sẽ phục hồi rõ ràng hơn trong Q4/2023 do mùa cao điểm trồng lúa đang đến gần. Giá urê hiện tại là khoảng 10.700 đồng, cao hơn khoảng 20% so với giá bán trung bình trong Q3/2023. Sang năm 2024, chúng tôi dự báo giá urê bình quân vẫn có thể tăng so với năm 2023, nhờ nhu cầu trồng trọt đối với các cây trồng chính tiếp tục tăng cao (như lúa, ngô, đậu tương) để duy trì an ninh lương thực như Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp dự kiến, cũng như nguồn cung urê thắt chặt do chính sách xuất khẩu của Nga và Trung Quốc. Cộng với chi phí khấu hao giảm dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2024.

Tuy nhiên, do giá urê bình quân trong Q3/2023 phục hồi chậm và thời gian hoàn nhập chi phí dự phòng chưa được quyết định, chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính lợi nhuận ròng giai đoạn 2023-2024 xuống lần lượt là 980 tỷ đồng (giảm 77% svck, từ 1,2 nghìn tỷ đồng) và 2,07 nghìn tỷ đồng (tăng 111% svck, từ đồng 2,46 nghìn tỷ), và lợi nhuận sẽ quay trở lại đạt tăng trưởng dương từ nửa đầu năm 2024. Kể từ báo cáo khuyến nghị KHẢ QUAN gần đây nhất của chúng tôi vào tháng 8, giá cổ phiếu DCM (bao gồm cả cổ tức đã trả) đã tăng 7%, trong khi chỉ số VNIndex giảm 10%. Tuy nhiên, do chúng tôi hạ ước tính lợi nhuận cho giai đoạn 2023-2024 nên chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới là **32.200 đồng/cổ phiếu** (từ 36.600 đồng). Với tổng mức sinh lời là 12% (bao gồm tỷ suất cổ tức 8%), chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu DCM.

Phương pháp định giá	Giá trị (đồng/cp)	Tỷ trọng
P/E 2024 là 8x (không đổi)	31.250	1/3
P/B 2024 là 1,2x (không đổi)	25.482	1/3
EV/EBITDA 2024 là 3,5x (không đổi)	39.892	1/3
Giá trị hợp lý	32.208	

Nguồn: SSI Research

Quan điểm ngắn hạn: Chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế Q4/2023 đạt 363 tỷ đồng (giảm 66% svck, tăng 246% so với quý trước). Trong các phiên giá giảm sẽ tạo cơ hội để nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu nhờ DCM có mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong năm 2024 và tỷ suất cổ tức 8% (25% trên mệnh giá). Tiền mặt ròng của DCM tính đến cuối Q3/2023 tương đương với 57% vốn hóa thị trường hiện tại. Với lượng tiền mặt ròng lớn, DCM có thể vẫn duy trì chính sách cổ tức cao trong dài hạn.

Quan điểm 3 năm tới: DCM đang vận hành nhà máy urê với công suất hoạt động cao (ước tính khoảng 90-92% trong năm 2023-2024). Trong khi đó, công suất hoạt động của nhà máy NPK vẫn ở mức thấp 36-43% trong giai đoạn 2023-2024 do độ nhận diện thương hiệu còn thấp ở giai đoạn đầu phát triển thị trường. Theo đó, triển vọng dài hạn của DCM sẽ phụ thuộc vào mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ NPK và mức biên động của giá urê & NPK.

Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị: Việc hoàn nhập dự phòng chi phí khí đầu vào sẽ làm tăng lợi nhuận giai đoạn 2023-2024.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị: Hiệu ứng El-Nino có thể làm trì hoãn các hoạt động trồng trọt và do đó làm giảm mức tiêu thụ urê.

	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	7.561	9.870	15.925	12.097	12.767
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	662	1.826	4.321	980	2.068
Tăng trưởng LN ròng (%)	54,9%	175,7%	136,6%	-77,3%	111,1%
EPS (VND)	1.018	3.075	7.696	1.850	3.906
ROE (%)	10,7%	26,5%	47,8%	9,4%	19,2%
Ng/VCSH	0,13	0,09	0,00	0,00	0,00
Tỷ suất cổ tức (%)	6%	5%	11%	8%	6%
P/E (x)	13,8	11,9	3,4	17,0	8,1
P/B (x)	1,2	2,6	1,3	1,6	1,5
EV/EBITDA (x)	2,6	4,6	0,8	2,9	1,9

Nguồn: SSI Research

Mua lại Phân bón Hàn Việt

Gần đây DCM đã công bố mua lại 100% cổ phần của Công ty TNHH Phân bón Hàn Việt (PBHV). Trong năm 2022, doanh thu của PBHV đạt khoảng 1,46 nghìn tỷ đồng, cao hơn 16% so với doanh thu NPK của DCM. Công suất sản xuất NPK của PBHV là 360 nghìn tấn/năm, trong khi đó của DCM là 300 nghìn tấn/năm. Mặc dù công suất hoạt động nhà máy NPK của DCM chỉ đạt khoảng 37% trong năm 2023 nhưng công ty vẫn sẵn sàng mua lại PBHV vì những lý do sau:

- **Định giá:** Theo ban lãnh đạo, PBHV sở hữu quỹ đất rộng 8,7 ha, có giá trị thị trường là 17 triệu USD. Trong khi đó, tổng chi phí mua lại dự kiến là 25 triệu USD. Như vậy, chi phí mua máy móc chỉ khoảng 8 triệu USD, thấp hơn nhiều so với nhà máy NPK hiện tại của DCM (33 triệu USD). DCM sẽ sử dụng tiền mặt hiện có (6,3% số dư tiền mặt ròng tính tại thời điểm cuối Q3/2023) để tài trợ cho việc mua lại. Dù có EBITDA và khả năng thanh toán lãi vay dương, PBHV vẫn đang chịu lỗ khá lớn do công suất hoạt động thấp (theo ước tính của chúng tôi chỉ đạt 40-50%), chi phí khấu hao cao và năng suất lao động kém hiệu quả nên DCM sẽ cần thời gian để tái cơ cấu hoạt động và tăng sản lượng tiêu thụ. DCM đặt mục tiêu mang lại lợi nhuận ròng

cho PBHV bắt đầu từ năm 2025. Các khoản vay của PBHV chủ yếu là các khoản nợ ngắn hạn được dùng để tài trợ vốn lưu động và tương đối nhỏ (hệ số D/E là 0,17x).

- Vị trí thuận lợi:** 90% chi phí sản xuất NPK là chi phí nguyên vật liệu nên khả năng nguồn nguyên liệu sẽ quyết định khả năng sinh lời của việc sản xuất NPK và đó là lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp sản xuất NPK. Nhà máy NPK hiện tại của DCM tọa lạc tại tỉnh Cà Mau (cách xa các cảng lớn) nên phát sinh chi phí mua nguyên liệu cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh. Trong khi đó, Nhà máy PBHV nằm gần cảng Hiệp Phước gần TP.HCM nên thuận tiện hơn trong việc tìm nguồn nguyên liệu. Chi phí vận chuyển chiếm 2-5% giá nguyên liệu. Với biên lợi nhuận từ sản xuất NPK thấp (dưới 10%), việc giảm chi phí vận chuyển sẽ có nhiều ý nghĩa đối với DCM.
- Tập khách hàng hiện tại ở khu vực Đông Nam Bộ:** DCM chiếm thị phần vượt trội ở khu vực Tây Nam Bộ (61% thị phần) và Campuchia (48% thị phần), nông dân tại khu vực này chủ yếu trồng lúa. Trong khi đó, theo chia sẻ của công ty, thị phần DCM tại khu vực Đông Nam Bộ và miền Trung hiện lần lượt ở mức 28% và 18%. Vùng Đông Nam Bộ và miền Trung thích hợp trồng các loại cây công nghiệp (cà phê, điều, tiêu...), rau quả cho lợi nhuận cao hơn lúa. Như vậy, nhu cầu NPK chất lượng cao từ các vùng này sẽ cao hơn so với vùng Tây Nam Bộ. Khi DCM có kế hoạch mở rộng thị trường sang khu vực Đông Nam Bộ, tập khách hàng hiện có của PBHV ở đó sẽ giúp DCM nâng cao hiểu biết về chất dinh dưỡng trong phân bón theo cây trồng tại địa phương và từ đó thâm nhập thị trường. Mặc dù công ty không chia sẻ nhiều thông tin về mạng lưới phân phối của PBHV nhưng chúng tôi nhận thấy cơ cấu sản phẩm mục tiêu của công ty phù hợp với việc trồng cây công nghiệp, rau quả, mục đích sử dụng cuối cùng mà DCM hướng tới. Như vậy, DCM có thể rút ngắn thời gian thử nghiệm các công thức NPK khác nhau trên các loại cây trồng khác nhau, mặc dù vẫn chưa thể kết luận việc này có thể giúp DCM tăng sản lượng tiêu thụ.

Công ty đã thông báo sẽ tổ chức ĐHCĐ bất thường vào ngày 10/1/2024 để xin ý kiến chấp thuận của các cổ đông về đề xuất M&A.

KQKD Q3/2023

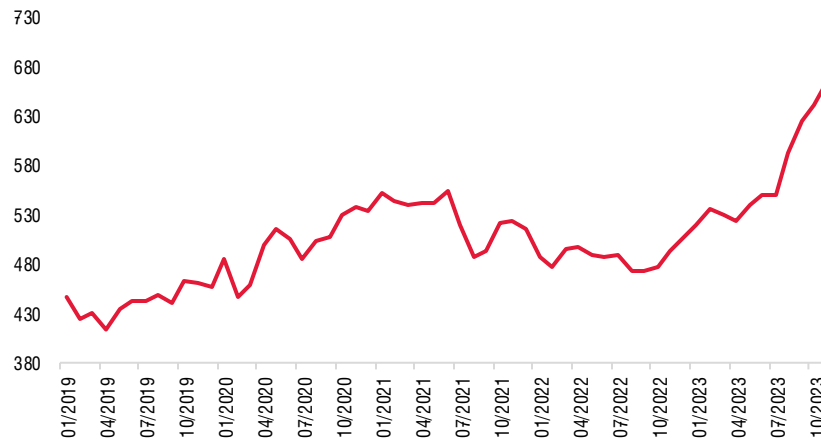
Tỷ đồng	3Q23	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							3Q23	3Q22	2Q23	2022
Doanh thu thuần	3.010,6	3.307,1	-9,0%	3.290,9	-8,5%	44,8%				
Lợi nhuận gộp	177,3	1.007,50	-82,4%	370,3	-52,1%		5,9%	30,5%	11,3%	35,8%
Lợi nhuận hoạt động	93,5	716,3	-86,9%	189,3	-50,6%		3,1%	21,7%	5,8%	27,3%
EBIT	107,2	787,9	-86,4%	327,6	-67,3%		3,6%	23,8%	10,0%	28,9%
EBITDA	-601	1.141,90	-152,6%	680,6	-188,3%		-20,0%	34,5%	20,7%	37,7%
Lợi nhuận trước thuế	104,7	785,6	-86,7%	324	-67,7%	40,1%	3,5%	23,8%	9,8%	28,9%
Lợi nhuận ròng	74,1	730,8	-89,9%	289,8	-74,4%		2,5%	22,1%	8,8%	27,1%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	73,7	727,8	-89,9%	288,6	-74,5%		2,4%	22,0%	8,8%	27,1%

Nguồn: DCM, SSI Research

Trong Q3/2023, DCM đạt doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 3 nghìn tỷ đồng (giảm 9% svck, giảm 9% so với quý trước) và 105 tỷ đồng (giảm 87% svck, giảm 68% so với quý trước). Lũy kế 9T2023, doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 9 nghìn tỷ đồng (giảm 21% svck) và 690 tỷ đồng (giảm 80% svck), hoàn thành lần lượt 45% và 40% kế hoạch năm 2023 của công ty đặt ra tại ĐHCĐ.

- Urê:** Giá bán bình quân tiếp tục giảm xuống mức 8.900 đồng/kg (giảm 36% svck, giảm 2% so với quý trước) từ mức nền cao trong năm trước. Ban đầu, chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân urê sẽ tăng một chút so với quý trước trong Q3/2023 cùng với xu hướng giá urê toàn cầu. Tuy nhiên, một số đơn hàng xuất khẩu vẫn được giao ở mức giá thấp chốt từ Q2/2023 (giá xuất khẩu được xác định trước 1-2 tháng), do đó, giá bán bình quân có mức giảm so với quý trước. Hiện giá urê đang ở mức 10.700 đồng/kg, cao hơn 20% so với Q3/2023. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ trong Q3/2023 đạt 230 nghìn tấn (tăng 20% svck, tăng 6% so với quý trước) nhờ giá gạo tăng. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong Q3/2023 ở mức bình thường so với mức nền thấp trong năm trước, khi giá bán bình quân urê cao bất thường ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ ở thị trường trong nước. Sản lượng tiêu thụ trong nước duy trì đà phục hồi với mức tăng 27% svck trong Q3/2023. Sản lượng xuất khẩu đã trở về mức bình thường (sản lượng tiêu thụ trong Q3/2023 tăng 13% svck) sau khi ghi nhận sản lượng tiêu thụ thấp trong nửa đầu năm 2023 (giảm 34% svck).

Biểu đồ 1: Giá gạo



Nguồn: Hải quan Việt Nam, SSI Research

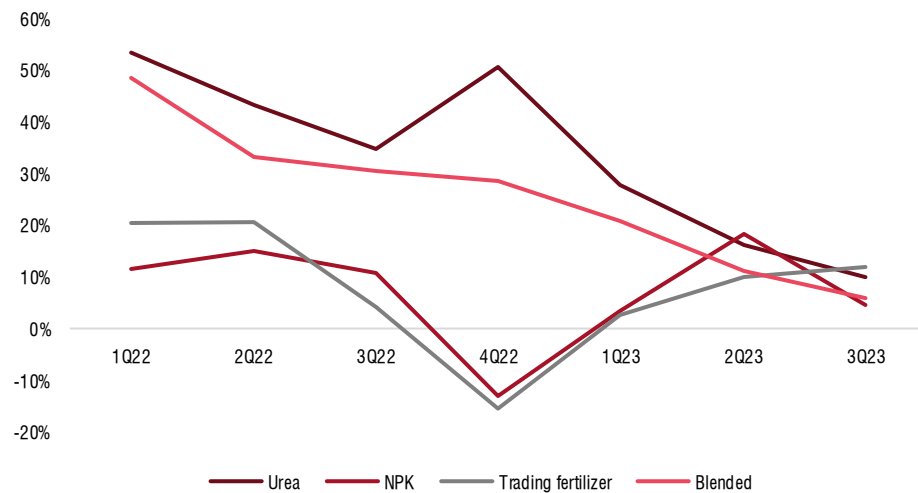
- NPK:** Giá bán bình quân giảm xuống mức 12.400 đồng/kg (giảm 19% svck, giảm 2% so với quý trước) cùng với xu hướng giảm giá phân bón từ Q3/2022 đến giữa tháng 7/2023. Sản lượng tiêu thụ trong Q3/2023 đạt 28 nghìn tấn (tăng 32% svck, giảm 44% so với quý trước), nhờ điều khoản mua lại linh hoạt cho đại lý và mức nền thấp của năm trước (DCM bắt đầu bán NPK từ năm 2021 nên sản lượng tiêu thụ NPK trong năm 2022 vẫn ở mức thấp). Sản lượng tiêu thụ NPK trong 9T2023 đạt 84 nghìn tấn (tăng 46% svck). Tuy nhiên, công ty lưu ý rằng lượng hàng tồn kho NPK tại các đại lý vẫn ở mức cao do sản phẩm này vẫn còn mới trên thị trường. Điều khoản mua lại linh hoạt cho phép đại lý hoàn trả sản phẩm NPK cho DCM trong trường hợp nhu cầu yếu, từ đó có thể gây ra những rủi ro nhất định cho công ty. Chúng tôi cũng lưu ý rằng, công suất hoạt động nhà máy NPK là khoảng 37% trong Q3/2023, thấp hơn nhiều so với mục tiêu là 53% trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng mức doanh thu NPK kém tích cực có thể là do giá bán không cạnh tranh do chi phí khấu hao cao hơn (chi tiết bảng chi phí CAPEX dưới đây).
- Phân bón thương mại:** Doanh thu tăng 59% svck đạt 563 tỷ đồng so với mức thấp của năm trước khi DCM bắt đầu hạn chế hoạt động thương mại để giảm nguy cơ rủi ro từ xu hướng giảm giá phân bón (từ Q3/2022

đến giữa tháng 7/2023). Do giá phân bón chạm đáy vào tháng 7/2023 và đang trên đà phục hồi nên biên lợi nhuận gộp Q3/2023 của mảng này đã cải thiện so với quý trước và svck.

DN sản xuất NPK	Chi phí CAPEX	Công suất sản xuất của nhà máy NPK mới nhất	CAPEX/công suất (tỷ đồng/nghìn tấn)
LAS	200 tỷ đồng	150 nghìn tấn	1,3
BFC	500 tỷ đồng	400 nghìn tấn	1,3
DCM	780 tỷ đồng	300 nghìn tấn	2,6
DPM	2.110 tỷ đồng	250 nghìn tấn	8,4

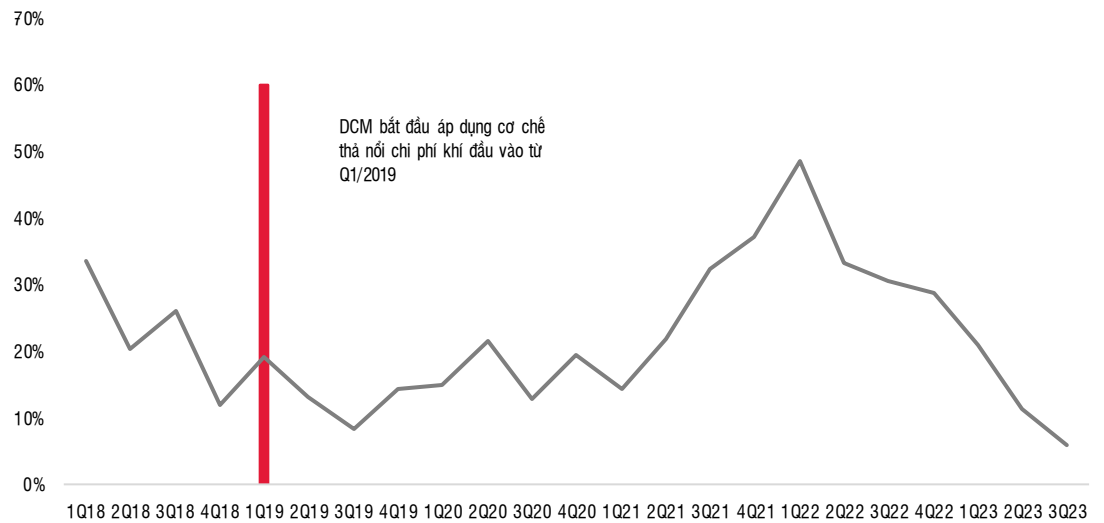
Nguồn: SSI tổng hợp

Biểu đồ 2: Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: DCM, SSI Research

Biên lợi nhuận gộp giảm từ 30,5% trong Q3/2022 xuống còn 5,9% trong Q3/2023 do giá bán bình quân thấp hơn ở cả urê (giảm 36% svck) và NPK (giảm 19% svck), cũng như chi phí khí đầu vào cao hơn. Đặc biệt, giá urê cao bất thường trong năm 2022, như vậy biên lợi nhuận gộp cao bất thường trong 2022. Chi phí khí đầu vào trong Q3/2023 tăng 7% svck đạt 9,60 USD/mmbtu do giá dầu nhiên liệu tăng 6%. So với quý gần nhất, giá bán bình quân urê giảm nhẹ 2% so với quý trước, trong khi chi phí khí đầu vào tăng 4% so với quý trước, kéo biên lợi nhuận gộp từ 11,3% trong Q2/2023 xuống còn 5,9% trong Q3/2023, đây là mức thấp nhất kể từ thời điểm DCM bắt đầu áp dụng cơ chế thả nổi chi phí khí đầu vào (từ Q1/2019).

Biểu đồ 3. Biên lợi nhuận gộp bình quân

Nguồn: DCM, SSI Research

Do nguồn cung khí từ các bể chi phí thấp dần cạn kiệt, DCM đã tạm thời ghi nhận chi phí khí đầu vào cao hơn thực tế bắt đầu từ Q2/2022 đến nay, đồng thời tăng trích lập dự phòng chi phí khí đầu vào trong kỳ. Ban đầu, chúng tôi kỳ vọng DCM sẽ hoàn nhập một phần khoản dự phòng trong nửa cuối năm 2023 như thông báo của DCM tại ĐHCĐ thường niên năm 2023, từ đó giúp giảm chi phí khí đầu vào trong nửa cuối năm 2023. Tuy nhiên, thực tế không như chúng tôi kỳ vọng, do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (cổ đông lớn nhất của DCM) vẫn chưa quyết toán lượng khí thực tế mà DCM và các nhà máy điện sử dụng.

Thu nhập tài chính tăng 165% svck đạt 191 tỷ đồng, nhờ số dư tiền mặt và lãi suất cao hơn (5,3-8,6% trong Q3/2023 so với 3,5-4,8% trong Q3/2022).

Điều chỉnh kế hoạch năm 2023

Công ty hiện đặt kế hoạch doanh thu đạt 13,5 nghìn tỷ đồng (giảm 15% svck) và lợi nhuận trước thuế là 1 nghìn tỷ đồng (giảm 78% svck). Trong khi kế hoạch doanh thu không thay đổi, kế hoạch lợi nhuận trước thuế hiện tại thấp hơn nhiều so với mức đã đặt ra tại ĐHCĐ (1,46 nghìn tỷ đồng) do chi phí khí đầu vào cao hơn dự kiến (9,69 USD/mmbtu trong 10T2023 so với 8,67 USD/mmbtu theo như kế hoạch đặt ra cho năm 2023 tại ĐHCĐ). Điều này có thể là do (1) giá urê thấp hơn dự kiến (9.400 đồng/kg trong 9T2023 so với 11.200 đồng/kg tại thời điểm tổ chức ĐHCĐ), (2) nhiều nguồn cung khí có chi phí cao hơn và (3) giá dầu trong 10T2023 (\$83 USD/thùng) thực tế đã cao hơn kế hoạch (\$70 USD/thùng). Kế hoạch sửa đổi thực tế hơn so với kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ vì các công ty con của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam thường đặt ra kế hoạch năm vào đầu năm tài chính dựa trên giá định giá dầu thận trọng. Điều này khiến chi phí sản xuất của DCM thấp hơn so với thực tế phát sinh, do đó giải thích cho lợi nhuận trước thuế kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ cao hơn.

Kế hoạch năm 2024 của công ty

DCM đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2024 lần lượt là 11 nghìn tỷ đồng (giảm 19% svck) và 761 tỷ đồng (giảm 26% svck). Kế hoạch này dựa trên giá định giá bán bình quân urê là 9.080 đồng/kg (giảm 10% svck, so với giá hiện tại là 10.800 đồng/kg) và giá dầu Brent là 70 USD/thùng (-16% YoY, so với hiện tại là 81 USD)./bbl). Chúng tôi cho rằng kế hoạch này khá thận trọng vì DCM sẽ giảm chi phí khấu hao, trong khi giá urê có thể tăng vào năm 2024 từ mức thấp năm 2023.

Triển vọng giai đoạn 2023-2024

- **Giá urê:** Chúng tôi kỳ vọng giá urê sẽ phục hồi trong năm 2024 từ mức thấp năm 2023, nhờ nhu cầu trồng trọt cao hơn và chính sách xuất khẩu thắt chặt hơn của Nga và Trung Quốc.

Nhu cầu phân bón niên vụ 2023-2024 sẽ cao hơn niên vụ 2022-2023, phần lớn nhờ sản lượng cây trồng tăng cao. Theo Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp (FAO), sản lượng các mặt hàng nông sản chủ lực có thể sẽ tăng trong niên vụ 2023-2024, bao gồm ngô (tăng 4,5% svck), đậu nành (tăng 7,3% svck) và gạo (tăng 1% svck).

Chính sách thắt chặt xuất khẩu urê của Nga và Trung Quốc: Từ tháng 1/2023, Nga áp thuế xuất khẩu 23,5% đối với phân bón có giá bán trên 450 USD/tấn, nhằm tăng nguồn thu cho ngân sách nhà nước và duy trì nguồn cung phân bón ổn định cho thị trường trong nước. Tuy nhiên, giá phân bón trong nửa đầu năm 2023 ở mức dưới 450 USD/tấn, do đó các doanh nghiệp xuất khẩu phân bón của Nga không phải nộp thuế xuất khẩu cho chính phủ, do đó xuất khẩu phân bón không bị hạn chế nhiều. Việc Nga tăng xuất khẩu phân bón trong nửa đầu năm 2023 đã gây áp lực giảm giá phân bón trong giai đoạn đó. Sau đó, chính phủ Nga đã thay đổi chính sách thuế xuất khẩu. Từ tháng 9/2023 đến tháng 12/2024, Nga sẽ áp mức thuế xuất khẩu là 7% ở mọi mức giá bán. Chính sách xuất khẩu mới của Nga sẽ hạn chế xuất khẩu phân bón nhiều hơn trước đây. Về phía Trung Quốc, chính phủ Trung Quốc bắt đầu tạm dừng xuất khẩu urê trong tháng 9 để bảo đảm sản lượng urê cho tiêu dùng trong nước trong bối cảnh lo ngại giá gạo tăng cao.

Khung thời gian	Trước năm 2023	8T2023	T9/2023-T12/2024
Thuế xuất khẩu phân bón của Nga	0%	23,5% nếu giá bán trên 450 USD/tấn	7% ở mọi mức giá bán

Nguồn: SSI tổng hợp

- **Chi phí khí đầu vào:** DCM đã trích lập dự phòng cho mọi khả năng tăng giá khí mua từ các nguồn có chi phí cao từ Q2/2022 cho đến nay. Công ty đã trích lập 680 tỷ đồng chi phí dự phòng trong năm 2022 và 625 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023, tính đến cuối Q3/2023 công ty đã trích lập 1,3 nghìn tỷ đồng. Ban đầu, chúng tôi kỳ vọng DCM sẽ hoàn nhập một phần khoản dự phòng trong nửa cuối năm 2023 theo thông báo của DCM tại ĐHCĐ thường niên năm 2023. Tuy nhiên, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (cổ đông lớn nhất của DCM) vẫn chưa chốt được vấn đề này. Do thời gian hoàn nhập chi phí vẫn chưa được chốt và giá dầu nhiên liệu Q3/2023 tăng nhanh hơn giả định của chúng tôi, chúng tôi tăng giả định chi phí khí đầu vào giai đoạn 2023-2024 lên 9,51 USD/mmbtu (giảm 2% svck) và 9,83 USD/ mmbtu (tăng 3% svck). Với các dự báo cho năm 2023-2024, chúng tôi giả định sẽ không có bất kỳ khoản hoàn nhập chi phí dự phòng nào.
- **Chi phí khấu hao sẽ giảm đáng kể từ Q4/2023 từ đó hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận năm 2024.** Chi phí khấu hao hàng năm cho nhà máy urê là 1,2 nghìn tỷ đồng (so với lợi nhuận trước thuế dự kiến là 1,05 nghìn

tỷ đồng trong năm 2023). Nếu chúng tôi loại trừ việc giảm chi phí khấu hao thì lợi nhuận năm 2024 tăng 17% svck.

	2021	2022	2023	2024	2022 YoY	2023 YoY	2024 YoY
Giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)	410	517	460	480	26%	-11%	4%
Giá dầu Brent (USD/thùng)	70	100	83	85	43%	-17%	2%
Chi phí khí đầu vào	6,78	9,7	9,51	9,83	43%	-2%	3%
Doanh thu urê (tỷ đồng)	7.280	12.402	8.330	9.135	70%	-33%	10%
Sản lượng tiêu thụ urê (1.000 tấn)	756	880	850	870	16%	-3%	2%
Giá bán bình quân Urê (đồng/kg)	9.637	14.099	9.800	10.500	46%	-30%	7%
Doanh thu NPK (tỷ đồng)	391	1.253	1.298	1.353	220%	4%	4%
Sản lượng tiêu thụ NPK (1.000 tấn)	38,39	83,67	110	110	118%	31%	0%
Giá bán bình quân NPK (đồng/kg)	10.191	14.979	11.800	12.300	47%	-21%	4%
Doanh thu phân bón thương mại (tỷ đồng)	1.679	1.973	1.966	1.790	17%	0%	-9%
Doanh thu (tỷ đồng)	9.870	15.925	12.097	12.767	61%	-24%	6%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.826	4.321	980	2.068	137%	-77%	111%

Ước tính của chúng tôi cho giai đoạn 2023-2024 không tính đến (1) khoản hoàn nhập dự phòng tăng chi phí khí đầu vào và (2) việc hợp nhất PBVH.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	428	2.126	3.493	4.855
+ Đầu tư ngắn hạn	4.362	6.812	6.812	6.812
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	187	188	171	181
+ Hàng tồn kho	2.204	2.283	1.977	1.897
+ Tài sản ngắn hạn khác	95	216	225	228
Tổng tài sản ngắn hạn	7.276	11.624	12.678	13.972
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	3.406	2.207	1.102	-6.826
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	66	33	33	7.533
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	324	303	416	399
Tổng tài sản dài hạn	3.796	2.543	1.551	1.107
Tổng tài sản	11.072	14.167	14.230	15.079
+ Nợ ngắn hạn	3.187	2.874	3.968	3.808
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>689</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>4</i>
+ Nợ dài hạn	407	687	0	0
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>3</i>	<i>1</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Tổng nợ phải trả	3.594	3.561	3.968	3.808
+ Vốn góp	5.294	5.294	5.294	5.294
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.188	3.018	2.675	3.684
+ Quỹ khác	996	2.293	2.293	2.293
Vốn chủ sở hữu	7.478	10.605	10.262	11.271
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	11.072	14.167	14.230	15.079
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.299	5.413	2.741	2.470
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-2.061	-2.385	-50	-50
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-549	-1.631	-1.323	-1.059
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-310	1.397	1.367	1.361
Tiền đầu kỳ	510	428	2.126	3.493
Tiền cuối kỳ	200	1.807	3.493	4.855
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,28	4,04	3,2	3,67
Hệ số thanh toán nhanh	1,56	3,17	2,64	3,11
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,5	3,11	2,6	3,06
Nợ ròng / EBITDA	0,09	-0,15	-1,27	-1,54
Khả năng thanh toán lãi vay	106,29	448,34	3.116,57	6.854,11
Ngày phải thu	1,7	0,5	0	0,1
Ngày phải trả	38,7	32,6	38,1	41
Ngày tồn kho	78,2	80,1	74,7	70,8
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,68	0,75	0,72	0,75
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,32	0,25	0,28	0,25
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,48	0,34	0,39	0,34
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,09	0,00	0,00	0,00
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,09	0,00	0,00	0,00

Nguồn: DCM, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	9.870	15.925	12.097	12.767
Giá vốn hàng bán	-7.089	-10.221	-10.405	-9.986
Lợi nhuận gộp	2.781	5.703	1.692	2.782
Doanh thu hoạt động tài chính	168	301	549	693
Chi phí tài chính	-45	-60	-32	-30
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-420	-698	-520	-549
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-528	-653	-641	-677
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.955	4.593	1.049	2.219
Thu nhập khác	2	3	5	5
Lợi nhuận trước thuế	1.956	4.596	1.053	2.224
Lợi nhuận ròng	1.826	4.321	980	2.068
Lợi nhuận chia cho cổ đông	1.823	4.316	980	2.068
Lợi ích của cổ đông thiểu số	3	5	0	0
EPS cơ bản (VND)	3.075	7.696	1.850	3.906
Giá trị sổ sách (VND)	14.075	19.978	19.328	21.235
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.800	3.000	2.500	2.000
EBIT	1.975	4.607	1.054	2.224
EBITDA	3.342	6.005	2.208	2.702
Tăng trưởng				
Doanh thu	30,5%	61,3%	-24,0%	5,5%
EBITDA	60,8%	79,7%	-63,2%	22,3%
EBIT	159,9%	133,3%	-77,1%	111,1%
Lợi nhuận ròng	175,7%	136,6%	-77,3%	111,1%
Vốn chủ sở hữu	18,2%	41,8%	-3,2%	9,8%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	27,0%	28,0%	0,4%	6,0%
Định giá				
PE	11,9	3,4	16,8	8
PB	2,6	1,3	1,6	1,5
Giá/Doanh thu	2	0,9	1,4	1,3
Tỷ suất cổ tức	4,9%	11,3%	8,0%	6,4%
EV/EBITDA	4,6	0,8	2,8	1,8
EV/Doanh thu	1,6	0,3	0,5	0,4
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28,2%	35,8%	14,0%	21,8%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	18,7%	27,3%	4,6%	12,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	18,5%	27,1%	8,1%	16,2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	4,3%	4,4%	4,3%	4,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	5,4%	4,1%	5,3%	5,3%
ROE	26,5%	47,8%	9,4%	19,2%
ROA	18,5%	34,2%	6,9%	14,1%
ROIC	24,1%	46,1%	9,4%	19,2%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8710

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành Phân bón

Nguyễn Trần Phương Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

ngnatp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3050

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043