

Khủng hoảng phân bón đã qua

MUA [+19%]

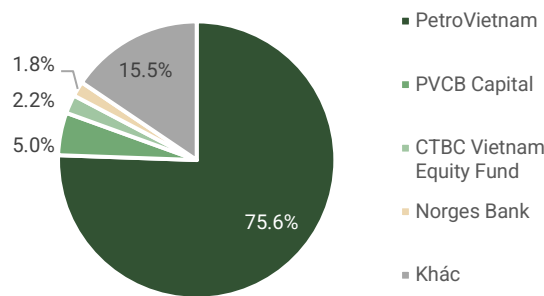
Ngày cập nhật: 23/10/2023

Giá hợp lý 38,900 VND
Giá hiện tại 32,750 VND

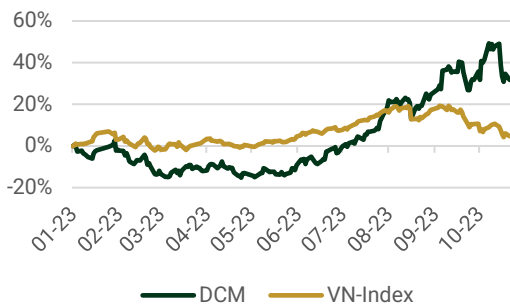
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu) 529.4
Free float (triệu) 132.4
Vốn hóa (tỷ VND) 18,158
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) 4.7 triệu
Sở hữu nước ngoài (%) 10.74%
Ngày niêm yết đầu tiên 31/03/2015

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI INDEX



LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ



Sơ lược công ty: Được thành lập từ năm 2011, Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) chuyển đổi thành công ty cổ phần vào năm 2015. Công ty chủ yếu sản xuất phân urê, và phân phối tại khu vực Đông Nam Bộ, Miền Tây và Đồng bằng sông Cửu Long cũng như xuất khẩu sang các thị trường Châu Á. DCM sở hữu một nhà máy sản xuất phân bón công suất 800,000 tấn/năm và gián tiếp sở hữu một nhà máy đóng gói, một nhà máy sản xuất phân urê humate thông qua công ty con là Công ty Cổ phần Bao bì Dầu khí Việt Nam. Công ty được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM từ tháng 3 năm 2015.

Dự phóng: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của công ty sẽ giảm tương đối xuống còn 13.6 nghìn tỷ đồng (-14% YoY) trong năm 2023 khi căng thẳng về nguồn cung phân bón do chiến tranh ở Ukraine đã qua. Đặc biệt, LNST có thể giảm mạnh xuống còn 1.5 nghìn tỷ đồng (-64% YoY). Hiệu quả kinh doanh sẽ bị bào mòn do giá bán phân Urê có thể giảm mạnh hơn giá đầu vào (khí tự nhiên), vốn vẫn ở mức cao do được neo theo giá dầu nhiên liệu (FO). Theo đó, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của mảng phân bón Urê sẽ giảm đáng kể từ 46% trong năm 2022 xuống còn 24% trong năm 2023F. Từ năm 2025F trở đi, biên lợi nhuận của mảng này và biên lợi nhuận gộp có thể tăng lần lượt lên 32% và 24% do phần lớn tài sản cố định sẽ hết khấu hao.

Điểm nhấn đầu tư: (1) Giá phân urê toàn cầu đang tăng vọt do giá khí đốt tăng cao, chủ yếu do hoạt động đình công tại các cơ sở LNG trọng yếu ở Úc và việc Châu Âu chuẩn bị khí đốt để sưởi ấm cho mùa đông. Lệnh cấm xuất khẩu urê của Trung Quốc, vốn nhằm bình ổn thị trường nội địa, đã khiến nguồn cung bị thắt chặt hơn nữa. Về phía cầu, giá lương thực toàn cầu tăng do El Nino được dự báo sẽ dẫn tới gia tăng gieo trồng cây lương thực trong vụ Đông Xuân sắp tới, kéo theo nhu cầu phân bón, đặc biệt là Urê tăng cao. Những yếu tố này, mặc dù mang tính chất mùa vụ, nhưng có khả năng hỗ trợ cho đà tăng giá và từ đó cải thiện kết quả kinh doanh của công ty trong nửa cuối năm 2023.

(2) Cơ cấu vốn không nợ và dòng tiền mạnh mẽ sẽ hỗ trợ mức chi trả cổ tức cao và vốn đầu tư vào R&D để tung ra nhiều loại phân bón mới, bao gồm phân bón hữu cơ, phân bón sinh học... nhằm đạt được lợi thế so với các đối thủ cạnh tranh khác trong nước và khu vực.

Định giá & khuyến nghị: Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 38,900 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 19%. Định giá của chúng tôi giả định rằng tốc độ tăng trưởng của dòng tiền sau năm 2027 là 0% (g=0%) do thị trường phân bón nội địa bị phân mảnh và tiến gần đến trạng thái bão hòa mà không có động lực tăng trưởng mới.

Rủi ro: (1) Biến động bất lợi của giá nhiên liệu đầu vào; (2) Rủi ro suy thoái kinh tế ngày càng rõ nét

| Chỉ số tài chính | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 6,689 | 7,043 | 7,561 | 9,870 | 15,925 | 12,882 |
| LNST (tỷ VND) | 659 | 428 | 662 | 1,826 | 4,321 | 1,823 |
| EPS (VND) | 1,239 | 805 | 1,249 | 3,444 | 8,153 | 3,439 |
| Tăng trưởng EPS (%) | 3% | -35% | 55% | 176% | 137% | -58% |
| Giá trị sổ sách (VND) | 11,841 | 11,534 | 11,950 | 14,126 | 20,033 | 20,009 |
| P/E | 30.13 | 56.00 | 33.11 | 10.94 | 4.38 | 11.32 |
| P/B | 2.86 | 2.93 | 2.83 | 2.39 | 1.69 | 1.94 |
| Cổ tức (VND) | 900 | 900 | 600 | 800 | 1,800 | 3,000 |

NỘI DUNG

| | |
|--|-----------|
| TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY | 3 |
| TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG | 3 |
| Phân Urê | 4 |
| Phân NPK | 6 |
| CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH | 6 |
| VỊ THẾ CẠNH TRANH Ở VIỆT NAM | 7 |
| ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH | 8 |
| ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ | 10 |
| Giá phân urê tăng trở lại dù cuộc khủng hoảng nguồn cung lịch sử đã qua | 10 |
| Cơ cấu vốn không có nợ và dòng tiền mạnh mẽ sẽ cho phép chi trả cổ tức và đầu tư vào R&D ở mức cao | 10 |
| ĐỊNH GIÁ | 11 |
| RỦI RO | 13 |
| Biến động bất lợi của giá nhiên liệu | 13 |
| Rủi ro suy thoái kinh tế ngày càng rõ nét | 13 |
| SƠ LƯỢC CÔNG TY | 14 |
| BÁO CÁO TÀI CHÍNH | 15 |

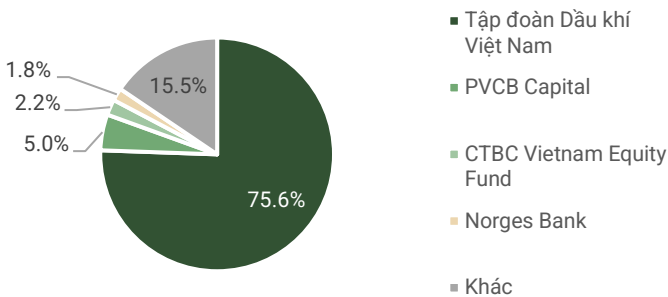


Tổng quan về công ty

Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM), tiền thân là Công ty TNHH Một thành viên Phân bón Dầu khí Cà Mau, được thành lập năm 2011 và trở thành công ty cổ phần vào năm 2015. Sản phẩm chính của Công ty là phân bón urê, được phân phối tại khu vực Đông Nam Bộ, Miền Tây, Đồng bằng sông Cửu Long và xuất khẩu sang nhiều thị trường nước ngoài như Campuchia, Thái Lan, Ấn Độ,... DCM trực tiếp vận hành nhà máy sản xuất phân urê và nhà máy sản xuất phân NPK có công suất lần lượt là 800.000 tấn urê và 300.000 tấn NPK/năm. Ngoài ra, công ty còn gián tiếp điều hành một nhà máy đóng gói và cơ sở sản xuất phân urê humate thông qua công ty con.

Trong nhiều năm qua, DCM và DPM là hai nhà cung cấp sản phẩm phân bón Urê chính tại thị trường trong nước. Đặc biệt, DCM đang chiếm hơn 30% tổng thị phần Urê tại Việt Nam với mạng lưới phân phối rộng khắp tập trung tại các vùng nông nghiệp trọng điểm. Bên cạnh dòng sản phẩm Urê và gốc Urê chất lượng cao, công ty còn đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng bằng cách đẩy mạnh hoạt động R&D và liên tục tung ra các sản phẩm mới như NPK, N.Humate+TE, N46.Plus, ... Doanh thu từ sản phẩm cốt lõi là phân Urê và phân NPK lần lượt chiếm 78% và 10% tổng doanh thu. Công ty chỉ có một công ty con là Công ty Cổ phần Bao bì Dầu khí Việt Nam.

Cơ cấu cổ đông



Cổ đông lớn nhất hiện nay là Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam), một tập đoàn thuộc nhà nước có ảnh hưởng sâu rộng đến toàn bộ chuỗi giá trị ngành dầu khí trong nước. PetroVietnam chiếm 75.6% vốn chủ sở hữu, tiếp theo là PVCB Capital và CTBC Vietnam Equity Fund với tỷ trọng lần lượt là 5.0% và 2.2%.

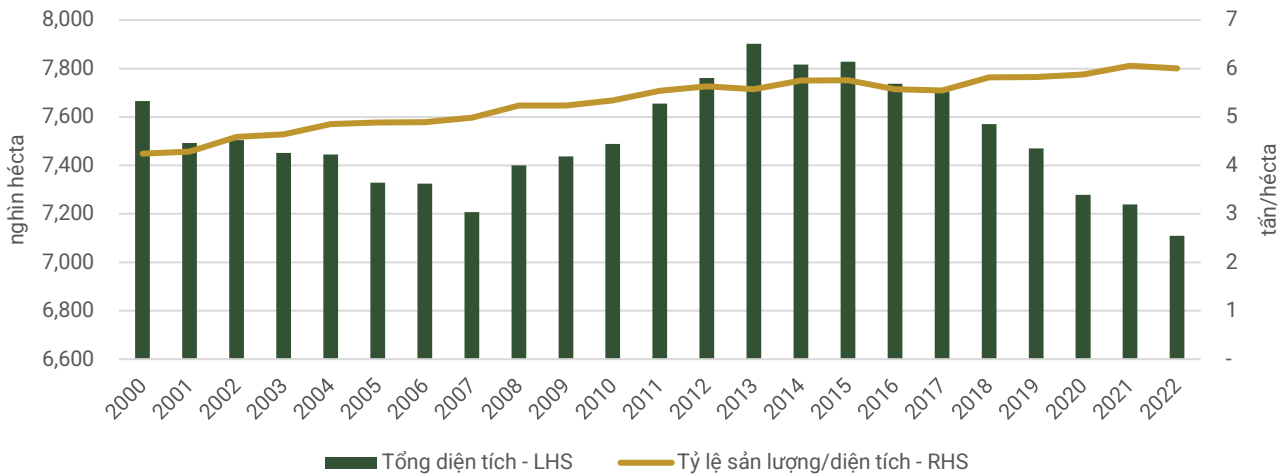
(Nguồn: DCM, Fiinpro, PHS tổng hợp)

Triển vọng thị trường

Ngành nông nghiệp ở Việt Nam đã đóng góp rất đáng kể vào tăng trưởng kinh tế và an ninh lương thực. Từ những năm 1980, Việt Nam đã chuyển mình nhanh chóng từ một quốc gia bị ảnh hưởng nặng nề bởi tình trạng thiếu lương thực để trở thành một trong những nước sản xuất và xuất khẩu nhiều sản phẩm nông nghiệp hàng đầu thế giới, đặc biệt là lúa gạo. Năm 2022, nông nghiệp của Việt Nam chiếm 11.9% tổng GDP và vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng bất chấp sự chuyển dịch của Việt Nam sang nền kinh tế sản xuất và dịch vụ. Thật vậy, để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng, gắn liền với tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh và yêu cầu an ninh lương thực cao hơn, ngành nông nghiệp, đặc biệt là trồng trọt, được chú trọng nâng cao không chỉ về quy mô mà còn về chất lượng, do đó, còn nhiều dư địa để tăng trưởng trong các năm tới.

Trước triển vọng đó, phân bón là yếu tố thiết yếu mà hầu hết người nông dân/người sản xuất nào cũng phải dựa vào để hiện thực hóa mục tiêu thâm canh nhiều hơn cũng như nâng cao chất lượng. Theo đó, phân bón đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp các chất dinh dưỡng thiết yếu (đạm, lân, kali và các vi chất dinh dưỡng khác...) nhằm nâng cao năng suất cây trồng, cải thiện độ phì nhiêu của đất. Xét theo loại cây trồng, lúa gạo (đồng ruộng) là loại cây chủ yếu và chiếm phần lớn diện tích gieo trồng. Mặc dù diện tích trồng trọt trên ruộng lúa liên tục giảm nhưng cả nước đang chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ về năng suất, điều này cho thấy nhu cầu phân bón ngày càng lớn hơn.

Tỷ lệ sản lượng gạo/điện tích canh tác từ năm 2000 - năm 2022



(Nguồn: GSO, PHS tổng hợp)

Hiện nay, Việt Nam đã tự chủ được nguồn cung cấp phân đạm (amoniac, urê,...) với đầu vào là khí tự nhiên từ các mỏ ngoài khơi. Đặc biệt, phân urê có công suất sản xuất hàng năm từ 2.2 – 2.5 triệu tấn, đủ đáp ứng nhu cầu trong nước cũng như xuất khẩu. Sản xuất các loại phân bón khác như DAP, NPK, lân chỉ đáp ứng được một phần nhu cầu về chất lượng hoặc số lượng. Riêng phân kali, Việt Nam hoàn toàn không sản xuất được nên phải dựa hoàn toàn vào nguồn nhập khẩu để phục vụ nhu cầu trên 960,000 tấn.

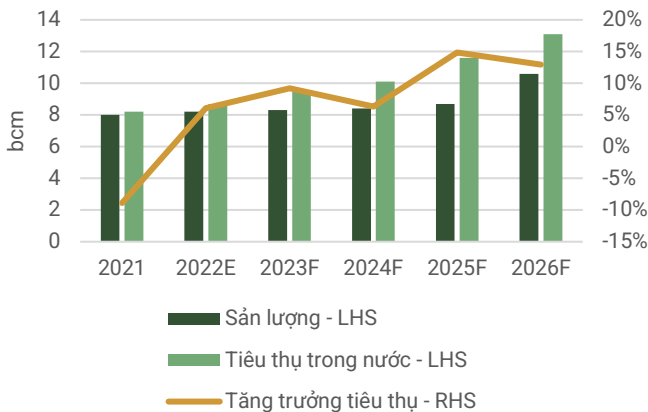
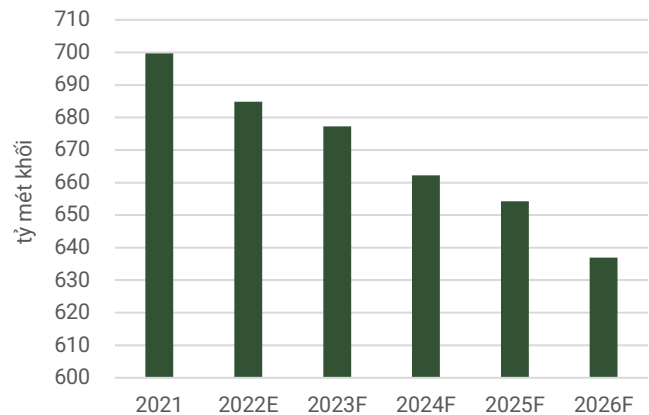
| Loại phân | Công suất hàng năm | Nhu cầu hàng năm | Cán cân Cung – Cầu |
|-----------|--------------------------------|---------------------|---|
| Urê | 4 nhà máy: 2.2 - 2.5 triệu tấn | 1.6 - 1.8 triệu tấn | Đáp ứng đủ nhu cầu trong nước, vẫn dư để xuất khẩu |
| DAP | 3 nhà máy: 810 nghìn tấn | 900 nghìn tấn | Sự thiếu hụt được bù đắp bởi nhập khẩu |
| Kali | Không sản xuất được | 960 nghìn tấn | 100% nhập khẩu |
| NPK | Khoảng 5 triệu tấn | 4 triệu tấn | Nguồn cung dư thừa nhưng cần nhập sản phẩm chất lượng cao |
| Lân | 1.5 - 2 triệu tấn | 1.8 triệu tấn | Đáp ứng linh hoạt nhu cầu trong nước |
| Khác | 1.8 - 2.5 triệu tấn | | |

(Nguồn: FAV, DCM, PHS tổng hợp)

Thị trường phân bón Việt Nam có mức độ tập trung thấp với 5 công ty hàng đầu chiếm khoảng 28% tổng thị phần. Các công ty lớn tham gia thị trường này bao gồm Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC), Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM), CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM), Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem), CTCP DAP – Vinachem (DDV), ... DCM hiện nắm giữ khoảng 15% thị phần. Tính theo khu vực, công ty nắm giữ thị phần 60% ở miền Tây Nam Bộ, 28% ở miền Đông Nam Bộ - Tây Nguyên. Sản phẩm của DCM có mặt tại 15 quốc gia trên toàn thế giới.

Phân Urê

Sản xuất urê chiếm ưu thế trong ngành phân bón ở Đông Nam Á, đặc biệt là ở Việt Nam, do có nguồn tài nguyên khí tự nhiên lớn. Đến nay, Việt Nam đã có 4 nhà máy sản xuất chính với tổng công suất trên 2.2 triệu tấn/năm. Đó là Phú Mỹ, Cà Mau, Ninh Bình và Hà Bắc với công suất thiết kế lần lượt là 800, 800, 560 và 180 nghìn tấn/năm. Tuy nhiên, sản xuất urê trong nước có thể sớm phải đối mặt với khó khăn do trữ lượng khí cạn kiệt nhanh tại các mỏ ngoài khơi hiện nay. Và khi khí khô chiếm khoảng 70% chi phí sản xuất urê, chi phí biến đổi có thể tăng cao do đất nước sẽ phải phụ thuộc vào LNG nhập khẩu và các dự án mới ngoài khơi (ví dụ Lô B – Ô Môn,...), vốn đắt đỏ hơn, để cung cấp đầy đủ khí tự nhiên cho cả ngành điện và phân bón.

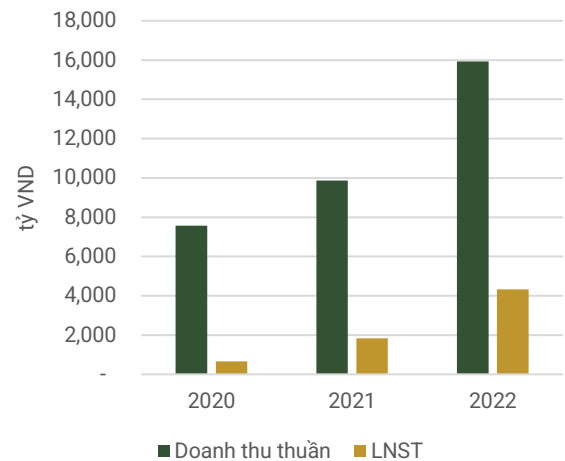
Sản lượng và tiêu thụ khí khô trong nước 2019 - 2026F

Trữ lượng khí tự nhiên đã được chứng minh của Việt Nam


(Nguồn: Fitch Solutions, PHS tổng hợp)

Với tình trạng dư cung hiện nay ở thị trường trong nước và độ nhạy trái chiều của nhu cầu phân bón trước biến động giá cả, việc tăng chi phí đầu vào sẽ tạo ra gánh nặng chi phí cho các nhà sản xuất trong nước. Trong tương lai, biên lợi nhuận của các công ty sản xuất urê có thể bị bào mòn, khiến họ ngày càng phụ thuộc vào xuất khẩu. Từ năm 2015, ngành sản xuất phân urê đã trở nên phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu, nơi đang chứng kiến sự cạnh tranh gay gắt với các nước sản xuất lớn như Trung Quốc và Nga. Cho đến nay, kết quả kinh doanh của các công ty trong nước vẫn phụ thuộc phần lớn vào xuất khẩu và biến động đáng kể theo điều kiện cung cầu toàn cầu. Đáng chú ý, các nhà sản xuất như DCM và DPM đã đạt doanh thu và lợi nhuận cao kỷ lục trong năm 2022, khi xung đột ở Ukraine xảy ra và tác động không nhỏ đến cán cân cung cầu, khiến giá phân bón toàn cầu tăng cao nhất mọi thời đại.

Urê hạt đục (Urea granular) FOB Middle East Future USD/tấn


(Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, PHS tổng hợp)

Kết quả kinh doanh của DCM tương quan cao với giá Urê thế giới


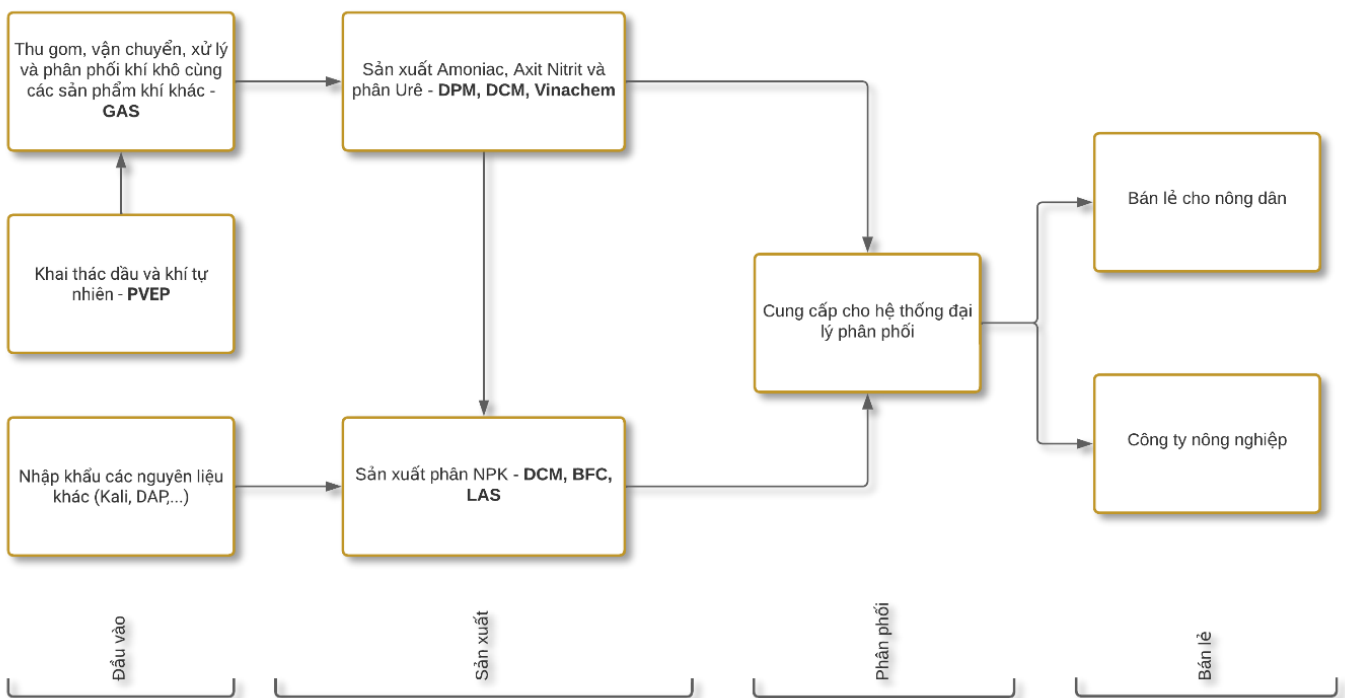
Khi chiến tranh Ukraina xảy ra vào tháng 2 năm 2022, giá phân bón đã ở mức cao. Đại dịch virus Corona (Covid-19), cùng với sự gián đoạn chuỗi cung ứng và tắc nghẽn vận chuyển, đã thử thách việc sản xuất và cung cấp phân bón của thế giới. Vào tháng 8 năm 2021, hầu hết giá phân bón đều cao hơn 25% so với tháng 3 năm 2021. Chiến tranh Ukraina vào đầu năm 2022 đã dẫn đến sự gián đoạn vận tải nghiêm trọng hơn ở khu vực Biển Đen cùng với các hạn chế thương mại bởi các lệnh trừng phạt lên Nga. Điều này đã thắt chặt hơn nữa nguồn cung cấp phân bón vốn đã thiếu hụt, đẩy giá tăng hơn 50% từ tháng 2 đến tháng 4 năm 2022.

Phân NPK

Ngược lại với mảng urê tập trung vào 4 nhà sản xuất chính (Đạm Phú Mỹ, Đạm Cà Mau, Đạm Hà Bắc và Đạm Ninh Bình), thị trường phân bón NPK rất phân mảnh với số lượng lớn các nhà sản xuất. Theo thống kê, chỉ có khoảng 15 nhà sản xuất có nhà máy công suất lớn (trên 100,000 tấn/năm) với công nghệ hiện đại. Trong khi đó, có hàng trăm doanh nghiệp vừa và nhỏ (không tính quy mô hộ gia đình dưới vai trò đại lý) với công nghệ lạc hậu.

Vì vậy, mặc dù thị trường NPK hiện đang trong tình trạng dư cung nhưng nhu cầu về sản phẩm chất lượng cao vẫn rất lớn do phần lớn nguồn cung hiện nay là chất lượng thấp, đến từ các hộ sản xuất nhỏ lẻ, tự phát. Do đó, vẫn còn dư địa đáng kể để các nhà cung cấp lớn và được đầu tư tốt khai thác. Dẫn đầu mảng phân bón NPK là Bình Điền (BFC) và Supe Lâm Thao (LAS) với công suất lần lượt là 600 nghìn tấn/năm và 750 nghìn tấn/năm, bên cạnh đó, kể từ năm 2021, DCM cũng đã trở thành một trong những nhà sản xuất NPK lớn khi khánh thành nhà máy NPK công suất 300 nghìn tấn/năm với công nghệ hiện đại.

Chuỗi giá trị ngành



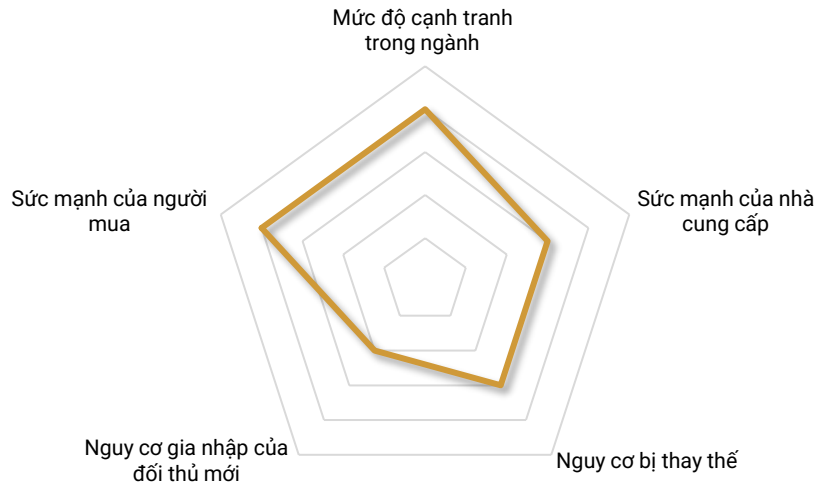
(Nguồn: PHS tổng hợp)

DCM hoàn thành tốt vai trò nổi bật là một trong những nhà sản xuất phân bón và tiêu thụ khí khô lớn nhất trong chuỗi giá trị đầu khí Việt Nam. Công ty tiếp nhận khí khô do PVEP khai thác ở thượng nguồn và được GAS vận chuyển để sản xuất chủ yếu là phân đạm, điển hình là Urê hạt đục. Sau đó, thành phẩm sẽ được chuyển đến mạng lưới phân phối khổng lồ để bán lẻ cho người tiêu dùng cuối, là nông dân và các công ty nông nghiệp, đồng thời lượng cung dư thừa sẽ được xuất khẩu sang các nước châu Á, đặc biệt là Campuchia.

Ngoài phân Urê, DCM còn bước vào sản xuất NPK chất lượng cao từ năm 2021, đồng thời đẩy mạnh hoạt động L&D để đưa ra thị trường các loại phân vi lượng đặc biệt giúp cải thiện sức khỏe cây trồng. Để đa dạng hóa danh mục sản phẩm, DCM còn đóng vai trò là nhà nhập khẩu và phân phối các loại phân bón khác đang thiếu hụt hoặc trong nước chưa sản xuất được như phân DAP, Kali.

Trong 12 năm qua, công ty đã liên tục sản xuất và cung cấp ra thị trường trên 10 triệu tấn phân bón. Là sự lựa chọn hàng đầu của nông dân miền Bắc, Đông Nam Bộ, Tây Nguyên và đặc biệt là có hơn 60% thị phần tại Đồng bằng sông Cửu Long.

Vị thế cạnh tranh ở Việt Nam



(Nguồn: PHS tổng hợp)

Mức độ cạnh tranh trong ngành – CAO: DCM hoạt động trong mảng phân bón có tính cạnh tranh cao. Công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh không chỉ từ nhiều doanh nghiệp trong nước (DPM, Vinachem,...) mà còn từ các doanh nghiệp khác trong khu vực đến từ Nga, Indonesia và đặc biệt là Ấn Độ, quốc gia chiếm hơn 40% sản lượng urê toàn cầu. Tuy nhiên, DCM có sự hiện diện thương hiệu mạnh và cung cấp đa dạng sản phẩm, điều này có thể mang lại lợi thế cạnh tranh cho công ty.

Sức mạnh của nhà cung cấp – TRUNG BÌNH: DCM phải phụ thuộc hoàn toàn vào PVN về nguồn cung khí khô trong nước để sản xuất phân Urê, sản phẩm chính của công ty. Về lâu dài, khi nguồn cung trong nước thiếu hụt, DCM có thể phải dựa vào nguồn LNG nhập khẩu và sẽ phải chịu sự biến động về giá do các nhà cung cấp quốc tế niêm yết. Ngoài ra, DCM vẫn phụ thuộc vào nhiều nhà cung cấp khoáng sản khác ở nước ngoài để sản xuất các loại phân bón khác (như NPK), cũng chịu ảnh hưởng từ sự thay đổi của giá cả thế giới.

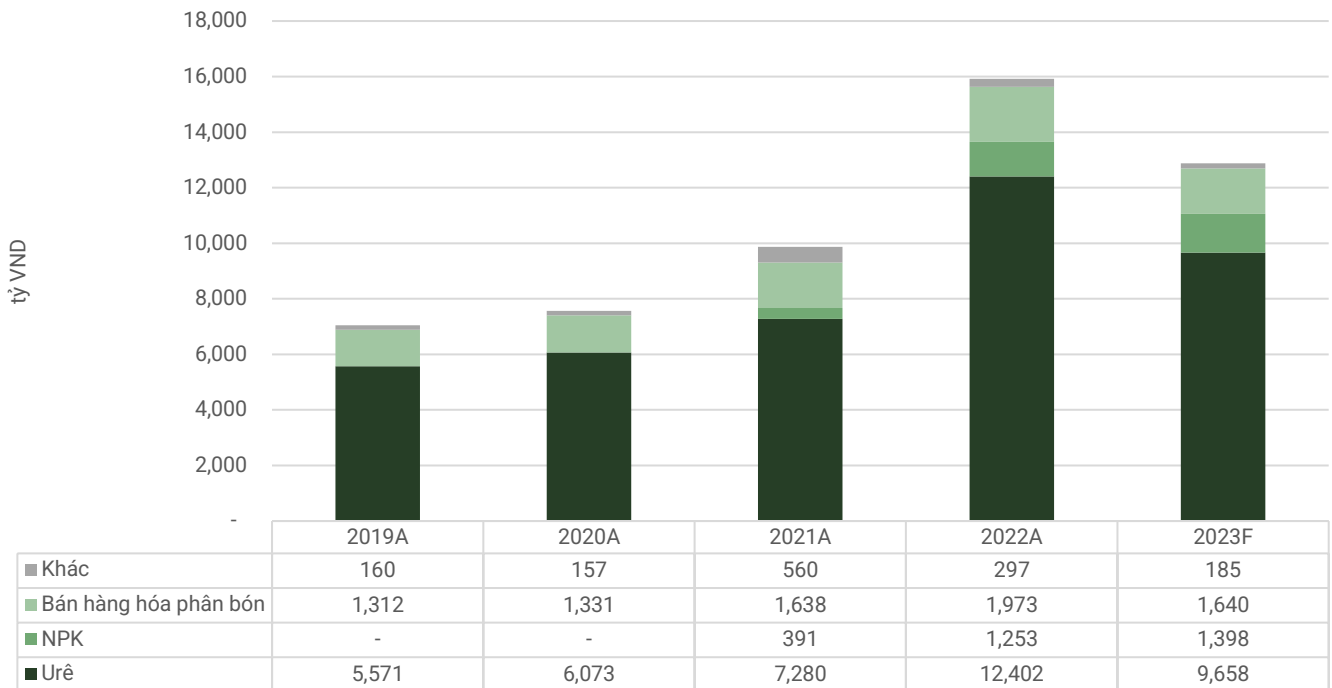
Sức mạnh của người mua – CAO: Khách hàng của DCM chủ yếu là nông dân và doanh nghiệp nông nghiệp. Sức mạnh của khách hàng DCM có thể khá cao do tình trạng dư cung hiện tại của cả thị trường phân Urê và NPK. Tuy nhiên, công ty có lợi thế hơn các nhà cung cấp khác nhờ thương hiệu uy tín, chất lượng đáng tin cậy và mạng lưới phân phối rộng khắp vùng đồng bằng sông Cửu Long, vùng nông nghiệp trọng điểm của Việt Nam.

Nguy cơ gia nhập ngành của đối thủ mới – THẤP: Ngành phân bón đòi hỏi vốn đầu tư rất lớn cho cơ sở hạ tầng sản xuất, đây có thể là rào cản gia nhập ngành rất đáng kể. Ngoài ra, DCM có thương hiệu mạnh và mạng lưới phân phối lâu đời, điều này có thể gây khó khăn cho những công ty mới tham gia tranh giành thị phần.

Nguy cơ bị thay thế – TRUNG BÌNH: Có thể có mối đe dọa từ các sản phẩm thay thế như phân bón hữu cơ hoặc các phương pháp canh tác cây trồng khác sử dụng ít phân bón hơn. Tuy nhiên, DCM đã và đang đổi mới dòng sản phẩm của mình, cung cấp các sản phẩm như phân bón N46.Plus, N.Humate+TE, Urea Bio và NPK, có thể giúp công ty tiếp tục ở vị thế vượt trội so với các sản phẩm thay thế.

Điểm nhấn tài chính

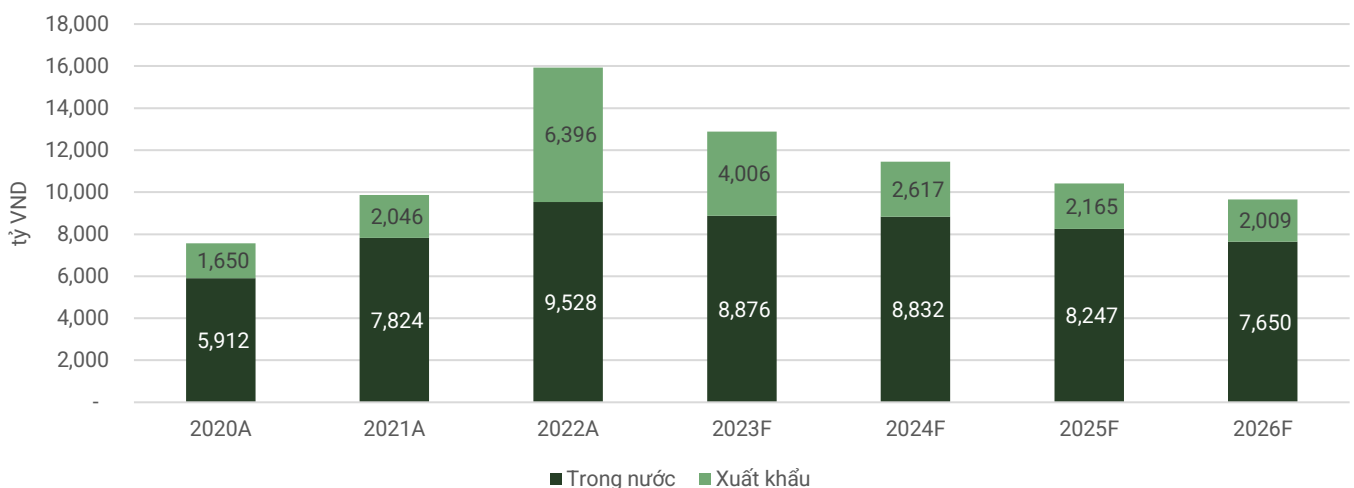
Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



(Nguồn: PHS tổng hợp và dự báo)

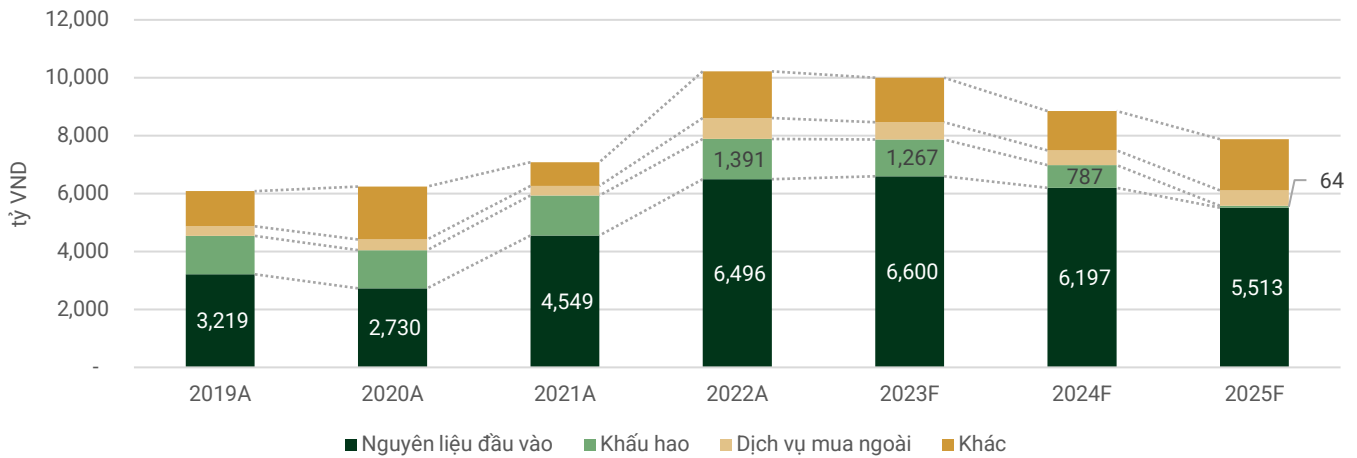
Doanh thu từ các sản phẩm chính là phân Urê và phân NPK chiếm phần lớn trong cơ cấu doanh thu của DCM (khoảng 89%) vào năm 2022. Đóng góp của các mảng này đã tăng vượt bậc kể từ năm 2021 (từ 78% lên 89%) sau sự xuất hiện của Sản xuất NPK, và chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ tiếp tục trong những năm tới. Trong khi đó, mảng kinh doanh sản phẩm khác (DAP, Phân Kali,...) có thể sẽ chiếm nhiều dư địa hơn từ năm 2023 trở đi trong nỗ lực đa dạng hóa danh mục sản phẩm của công ty.

Cơ cấu doanh thu theo thị trường



(Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp và dự báo)

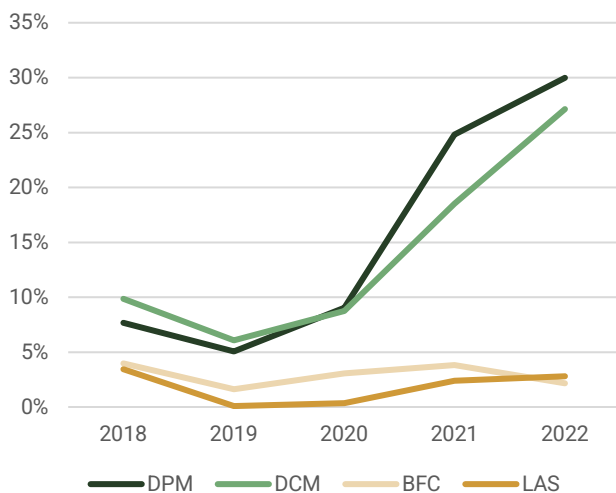
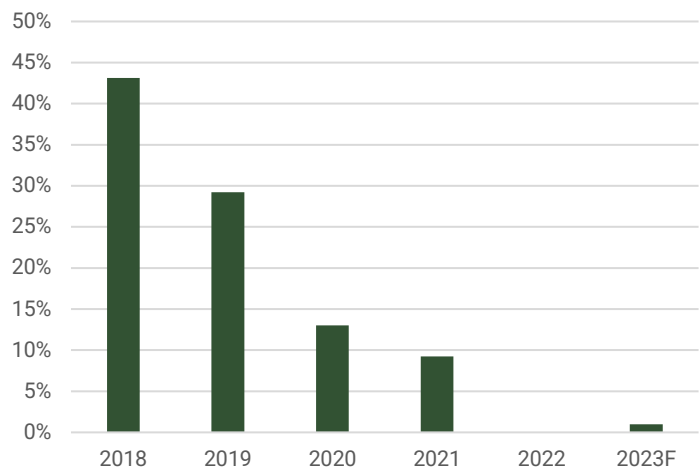
Năm 2022, hưởng lợi từ tình hình bất ổn nguồn cung phân bón diễn ra trên toàn thế giới, doanh thu đã đạt mức cao nhất mọi thời đại với sự đóng góp đáng kể từ doanh số bán ra nước ngoài (chiếm 40% tổng doanh thu). Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng xuất khẩu sẽ giảm dần từ năm 2023 trở đi do tình trạng thiếu phân bón ngày càng hạ nhiệt.

**Cơ cấu giá vốn hàng bán
2019 - 2025F**


(Nguồn: PHS tổng hợp và dự báo)

DPM và DCM thường xuyên vượt trội so với các công ty phân bón khác trong ngành về hiệu quả hoạt động. Theo đó, các công ty này đã duy trì được biên lợi nhuận ròng cao hơn đáng kể so với các công ty khác từ năm 2018 đến năm 2020 trước khi tận dụng cơ hội từ cuộc khủng hoảng nguồn cung do chiến tranh Ukraine để đạt những con số vượt trội trong năm 2022. Đối với DCM, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận ròng sẽ giảm nhanh trong năm 2023 xuống chỉ còn 11%, tuy nhiên con số này có thể tăng lên 14 - 16% từ năm 2024 trở đi do phần lớn tài sản cố định sẽ hết khấu hao và hầu như không phát sinh chi phí lãi vay sau khi DCM đã trả phần lớn các khoản nợ vay.

Cấu trúc vốn không có nợ cùng với tỷ lệ thanh toán hiện thời cực cao (hơn 4.0 vào năm 2022) tạo ra nhiều dư địa cho các khoản vay bổ sung cho đầu tư vốn mới cũng như giúp công ty có khả năng duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao.

Biên lợi nhuận ròng của các công ty lớn

**Tỷ lệ Tổng nợ/VCSH của DCM
2018 - 2023F**


(Nguồn: PHS tổng hợp)

Điểm nhấn đầu tư

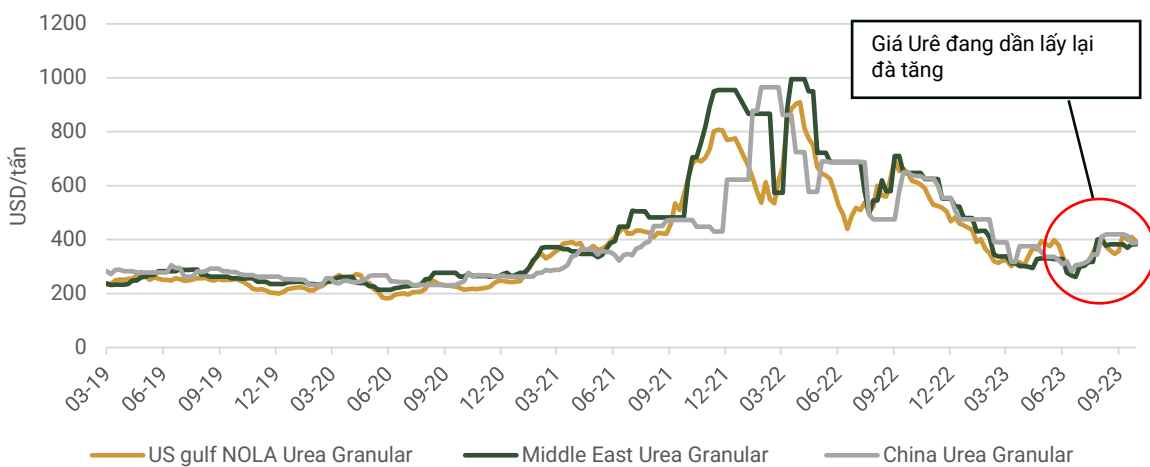
Giá phân urê tăng trở lại dù cuộc khủng hoảng nguồn cung lịch sử đã qua

Giá phân urê (hạt đục) đã tăng vọt do giá khí đốt tăng cao vì khí khô là nguyên liệu đầu vào chính. Xu hướng tăng giá khí được thúc đẩy bởi các tranh chấp công nghiệp, đình công đang diễn ra tại các cơ sở khí đốt tự nhiên hóa lỏng (LNG) quan trọng ở Úc và cuộc chạy đua ở châu Âu để sưởi ấm cho mùa đông sắp tới. Trong khi đó, nguồn cung urê thậm chí còn bị thắt chặt hơn do Trung Quốc đã cấm xuất khẩu urê để ổn định thị trường nội địa sau khi giá urê phản ứng tức thì với sự tăng giá của khí tự nhiên.

Về phía cầu, nhờ giá lương thực, ngũ cốc trên thế giới tăng cao do El Nino xuất hiện, dự kiến diện tích gieo trồng các loại cây lương thực sẽ được mở rộng đáng kể trong vụ Đông Xuân sắp tới và dẫn đến nhu cầu phân bón, đặc biệt là Urê tăng cao.

Các yếu tố này, mặc dù mang tính thời vụ và không quá căng thẳng, nhưng có khả năng hỗ trợ giá phân bón ở mức cao và từ đó hỗ trợ cho hiệu quả hoạt động của công ty trong nửa cuối năm 2023.

Giá giao ngay của Urê hạt đục (Urea Granular) tại một số thị trường trọng yếu

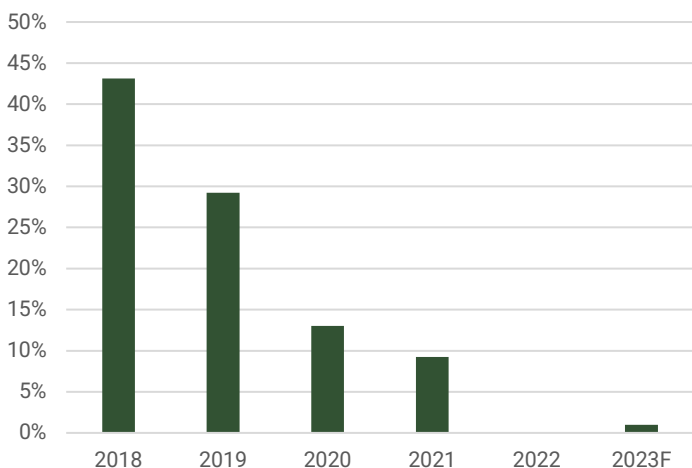


(Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp)

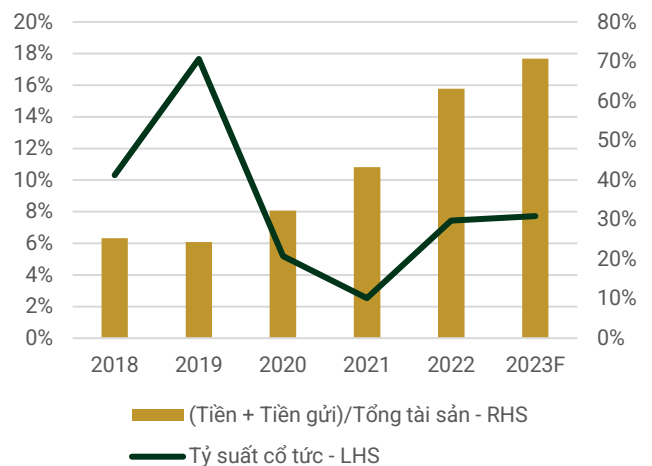
Cơ cấu vốn không có nợ và dòng tiền mạnh mẽ sẽ cho phép chi trả cổ tức và đầu tư vào R&D ở mức cao

Cơ cấu tài chính không nợ vay cùng với dòng tiền mạnh mẽ sẽ giúp công ty duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao trong những năm tới. Công ty cũng chú trọng đầu tư vào hoạt động R&D, cho ra đời các sản phẩm mới như phân hữu cơ, phân sinh học, phân NPK hòa tan, phân bón lá,... nhằm tạo lợi thế so với các doanh nghiệp sản xuất phân bón khác trong nước và khu vực.

Tỷ lệ Tổng nợ/VCSH của DCM 2018 - 2023F



Số dư dồi dào (tiền + tiền gửi) và tỷ suất cổ tức cao trong giai đoạn 2018 - 2023F



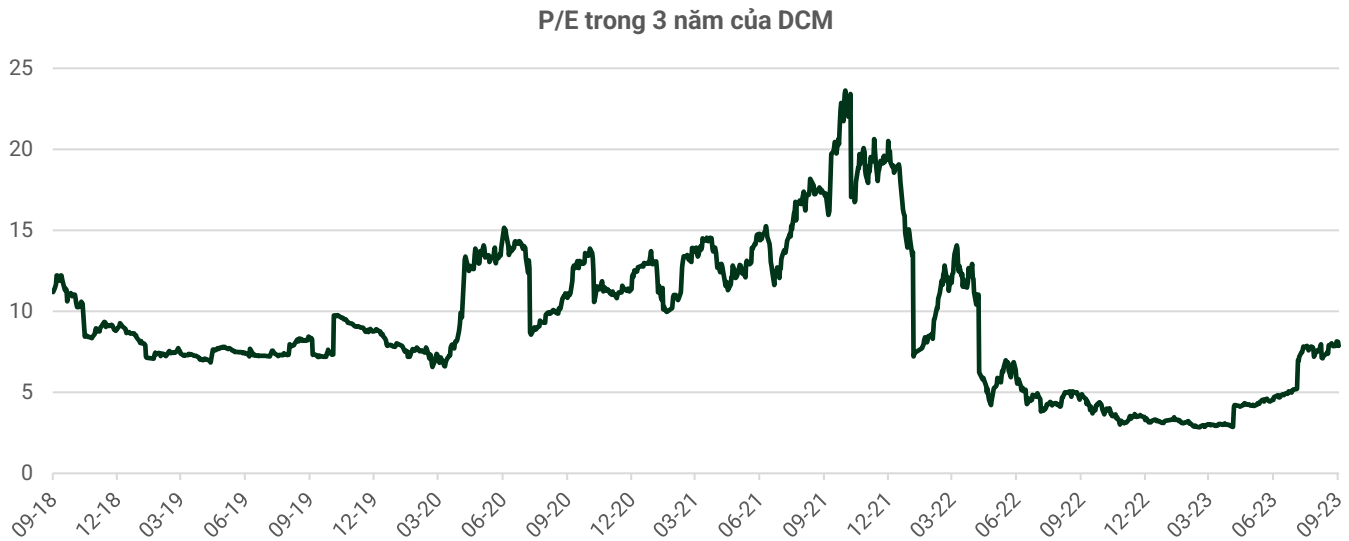
(Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, PHS tổng hợp và dự báo)

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E với tỷ số 9.3 lần theo tỷ trọng 70:30 để ước tính giá hợp lý là 38,900 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 19%. Định giá của chúng tôi giả định rằng tốc độ tăng trưởng của dòng tiền sau năm 2027 là 0% (g=0%) do thị trường phân bón nội địa bị phân mảnh và tiến gần đến trạng thái bão hòa mà không có động lực tăng trưởng mới.

| Phương pháp | Tỷ số lựa chọn | Giá trị hợp lý | Tỷ trọng |
|----------------|----------------|----------------|----------|
| DCF | NA | 39,588 | 70% |
| P/E | 9.3x | 37,344 | 30% |
| Giá trị hợp lý | | | 38,914 |

Bảng tính P/E cho DCM



(Nguồn: Fiiipro, PHS tổng hợp)

Định giá bằng P/E

P/E trung bình 3 năm của DCM (điều chỉnh cho giai đoạn khủng hoảng do chiến tranh Ukraine và thời kỳ đại dịch)

9.3

P/E mục tiêu của DCM

9.3

Forward EPS (VND)

4,015

Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)

37,344

Định giá bằng DCF
Bảng: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ năm 2023H2 đến năm 2027

| Năm tài chính | 2023H2F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Lợi nhuận ròng | 1,278 | 1,691 | 1,620 | 1,613 | 1,598 |
| Cộng: Khấu hao TSCĐ | 566 | 787 | 64 | 84 | 107 |
| Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng | (155) | 9 | (154) | 234 | (70) |
| Trừ: Mua sắm TSCĐ | (57) | (141) | (107) | (259) | (217) |
| Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế | (2) | 3 | 3 | 3 | 3 |
| FCFF | 1,630 | 2,349 | 1,425 | 1,675 | 1,420 |

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

| | |
|---|---------------|
| Beta | 1.30 |
| Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro) | 3.0% |
| Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần) | 10.0% |
| Chi phí sử dụng vốn cổ phần | 16.00% |
| Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế) | 2.95% |
| Thuế suất | 5% |
| Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế) | 2.81% |
| E/V | 0.98 |
| D/V | 0.02 |
| WACC | 15.78% |
| Tốc độ tăng trưởng dòng tiền (g) | 0% |
| Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value) (g=2%) | 4,655 |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF) | 6,126 |
| Cộng: Tiền & tương đương tiền | 2,141 |
| Cộng: Đầu tư tài chính ngắn hạn | 8,372 |
| Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn | (306) |
| Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số | (31) |
| Tổng giá trị cổ phần | 20,958 |
| Số cổ phiếu đang lưu hành | 529,400,000 |
| Giá trị hợp lý | 39,588 |

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Rủ ro

Biến động bất lợi của giá nhiên liệu

Nguyên vật liệu đầu vào chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí hoạt động nên bất kỳ biến động đáng kể nào về giá sẽ tác động lớn đến giá vốn hàng bán và biên lợi nhuận gộp. Mặc dù giá hàng hóa đã dần ổn định từ đầu năm 2023 nhưng vẫn còn nhiều rủi ro cản trở xu hướng giảm giá hàng hóa nói chung, đặc biệt là giá dầu khí, do những bất ổn địa chính trị đang hình thành trên khắp thế giới.

Rủ ro suy thoái kinh tế ngày càng rõ nét

Việc tiêu thụ thực phẩm và phân bón có thể chịu áp lực khi các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới đã mạnh tay nâng lãi suất để đối phó với tình trạng lạm phát cao kỷ lục trong nhiều thập kỷ, từ đó đẩy các nền kinh tế vào nguy cơ suy thoái, gây ra những lo ngại về tiêu dùng thực phẩm và tiếp đó làm suy yếu nhu cầu về các sản phẩm phân bón.

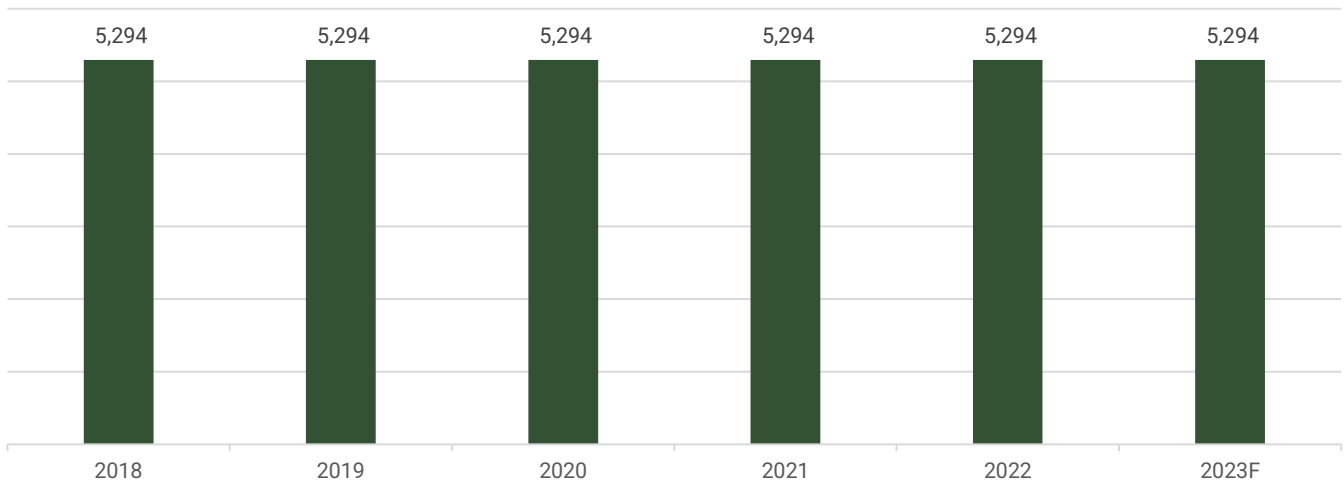
Sơ lược công ty



Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM), được thành lập từ năm 2011, đã chuyển đổi thành công ty cổ phần vào năm 2015. Công ty chủ yếu sản xuất phân urê, và phân phối tại khu vực Đông Nam Bộ, Miền Tây và Đồng bằng sông Cửu Long cũng như xuất khẩu sang các thị trường Châu Á. DCM sở hữu một nhà máy sản xuất phân bón công suất 800,000 tấn/năm và gián tiếp sở hữu một nhà máy đóng gói, một nhà máy sản xuất phân urê humate thông qua công ty con là Công ty Cổ phần Bao bì Dầu khí Việt Nam. Công ty được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM từ tháng 3 năm 2015.

Quá trình tăng vốn (Tỷ VND)

Vốn điều lệ



(Nguồn: DCM, PHS dự phóng)

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

| Kết quả kinh doanh | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F |
|-----------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần | 6,689 | 7,043 | 7,561 | 9,870 | 15,925 | 12,882 |
| Giá vốn hàng bán | (5,252) | (6,084) | (6,244) | (7,089) | (10,221) | (9,999) |
| Lợi nhuận gộp | 1,437 | 959 | 1,317 | 2,781 | 5,703 | 2,883 |
| Chi phí bán hàng | (336) | (364) | (369) | (420) | (698) | (611) |
| Chi phí QLDN | (320) | (201) | (304) | (528) | (653) | (544) |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 781 | 394 | 643 | 1,832 | 4,353 | 1,728 |
| Lợi nhuận tài chính | 176 | 127 | 128 | 168 | 301 | 180 |
| Chi phí lãi vay | (142) | (87) | (43) | (19) | (10) | (2) |
| Lợi nhuận trước thuế | 706 | 463 | 717 | 1,956 | 4,596 | 1,919 |
| Lợi nhuận sau thuế | 659 | 428 | 662 | 1,826 | 4,321 | 1,823 |
| LNST của cổ đông Công ty mẹ | 656 | 426 | 661 | 1,823 | 4,316 | 1,820 |
| Cân đối kế toán | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F |
| Tài Sản Ngắn Hạn | 4,318 | 4,250 | 3,978 | 7,276 | 11,624 | 12,943 |
| Tiền và tương đương tiền | 286 | 471 | 510 | 428 | 2,126 | 2,758 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | 2,502 | 2,002 | 2,302 | 4,362 | 6,812 | 7,585 |
| Phải thu ngắn hạn | 18 | 3 | 45 | 45 | 1 | 35 |
| Hàng tồn kho | 983 | 1,301 | 834 | 2,204 | 2,283 | 2,204 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 530 | 473 | 287 | 238 | 403 | 361 |
| Tài Sản Dài Hạn | 6,712 | 5,923 | 4,739 | 3,796 | 2,543 | 1,682 |
| Phải thu dài hạn | - | - | - | - | - | - |
| Tài sản cố định | 6,336 | 5,188 | 3,955 | 3,406 | 2,207 | 1,085 |
| Bất động sản đầu tư | - | - | - | - | - | - |
| Chi phí xây dựng dở dang | 346 | 699 | 761 | 66 | 33 | 381 |
| Đầu tư tài chính dài hạn | - | - | - | - | - | - |
| Tài sản dài hạn khác | 29 | 36 | 23 | 324 | 303 | 216 |
| Lợi thế thương mại | - | - | - | - | - | - |
| Tổng cộng tài sản | 11,031 | 10,173 | 8,717 | 11,072 | 14,167 | 14,625 |
| Nợ phải trả | 4,762 | 4,066 | 2,391 | 3,594 | 3,561 | 4,032 |
| Nợ ngắn hạn | 3,097 | 3,300 | 2,050 | 3,187 | 2,874 | 3,324 |
| Nợ dài hạn | 1,665 | 766 | 341 | 407 | 687 | 708 |
| Vốn chủ sở hữu | 6,269 | 6,106 | 6,326 | 7,478 | 10,605 | 10,593 |
| Vốn góp | 5,294 | 5,294 | 5,294 | 5,294 | 5,294 | 5,294 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 29 | 27 | 26 | 27 | 29 | 26 |
| Tổng nguồn vốn | 11,031 | 10,173 | 8,717 | 11,072 | 14,167 | 14,625 |

| Lưu chuyển tiền tệ | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh | 1,529 | 1,371 | 1,781 | 2,569 | 5,732 | 3,390 |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư | (581) | 210 | (461) | (2,102) | (2,385) | (1,266) |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính | (2,558) | (1,395) | (1,280) | (549) | (1,631) | (1,492) |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | (1,610) | 186 | 39 | (82) | 1,716 | 632 |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ | 1,896 | 286 | 471 | 510 | 428 | 2,126 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ | 286 | 471 | 510 | 428 | 2,126 | 2,758 |
| Chỉ số tài chính | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F |
| Tăng trưởng | | | | | | |
| Doanh thu | 16.38% | 5.29% | 7.36% | 30.53% | 61.35% | -19.10% |
| Lợi nhuận sau thuế | 2.76% | -35.10% | 54.88% | 175.66% | 136.63% | -57.81% |
| Tổng tài sản | -11.44% | -7.78% | -14.30% | 27.01% | 27.95% | 3.23% |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 1.87% | -2.59% | 3.60% | 18.20% | 41.82% | -0.12% |
| Khả năng sinh lời | | | | | | |
| Tỷ suất lãi gộp | 21.48% | 13.62% | 17.42% | 28.18% | 35.82% | 22.38% |
| Tỷ suất EBIT | 11.67% | 5.59% | 8.51% | 18.56% | 27.33% | 13.41% |
| Tỷ suất EBITDA | 31.16% | 24.32% | 25.94% | 32.60% | 36.11% | 23.25% |
| Tỷ suất lãi ròng | 9.85% | 6.07% | 8.76% | 18.50% | 27.13% | 14.15% |
| ROA | 5.97% | 4.20% | 7.60% | 16.49% | 30.50% | 12.47% |
| ROE | 10.51% | 7.00% | 10.47% | 24.42% | 40.74% | 17.21% |
| Hiệu quả hoạt động | | | | | | |
| Số ngày phải thu | 1 | 0 | 2 | 2 | 0 | 1 |
| Số ngày tồn kho | 68 | 78 | 49 | 113 | 82 | 80 |
| Số ngày phải trả | 53 | 53 | 41 | 41 | 37 | 45 |
| Khả năng thanh toán | | | | | | |
| Tỷ suất thanh toán hiện thời | 1.39 | 1.29 | 1.94 | 2.28 | 4.04 | 3.89 |
| Tỷ suất thanh toán nhanh | 0.93 | 0.77 | 1.40 | 1.54 | 3.14 | 3.14 |
| Cấu trúc tài chính | | | | | | |
| Tổng nợ/Tổng tài sản | 0.43 | 0.40 | 0.27 | 0.32 | 0.25 | 0.28 |
| Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu | 0.43 | 0.29 | 0.13 | 0.09 | 0.00 | 0.01 |
| Vay ngắn hạn/VCSH | 0.19 | 0.19 | 0.11 | 0.09 | 0.00 | 0.01 |
| Vay dài hạn/VCSH | 0.24 | 0.10 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Thiện Nhân, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service:(+84-28) 5 411 8855

E-mail: info@pchs.vn / support@pchs.vn

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: www.pchs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,

458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận

3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân

Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,

Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,

Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai

Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,

18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải

Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801