

GIỮ - Giá mục tiêu: 24.104 VND (-0,19%)

Tình hình kinh doanh năm 2023 của DCM không còn thuận lợi và duy trì lợi nhuận cao như năm 2022. Tuy nhiên, giá cổ phiếu đã giảm về mức chiết khấu trong khi hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty vẫn ổn định. Chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu DCM với mức định giá 24.104 đồng/cổ phần với các luận điểm sau: (1) Nguồn lực tài chính mạnh, công ty đã trả hết nợ vay, cổ tức cao (2) Giá phân bón giảm làm giảm lợi nhuận.

Thông tin cập nhật

Giá bán phân bón giảm nhanh hơn giá khí nguyên liệu trong các tháng đầu năm 2023

Giá Urea trên thị trường thế giới tiếp tục giảm do nguồn cung từ Nga và Trung Quốc tăng. Giá Urea Cà Mau bán ra tháng 2/2023 đã giảm hơn 24% so với cuối năm 2022. Trong khi đó, giá khí nguyên liệu có xu hướng giảm chậm lại. Giá hợp đồng kỳ hạn dầu FO 180cst Singapore các tháng năm 2023-2024 đã tăng khoảng 15% so với mức giá tương ứng tại thời điểm cuối năm 2022.

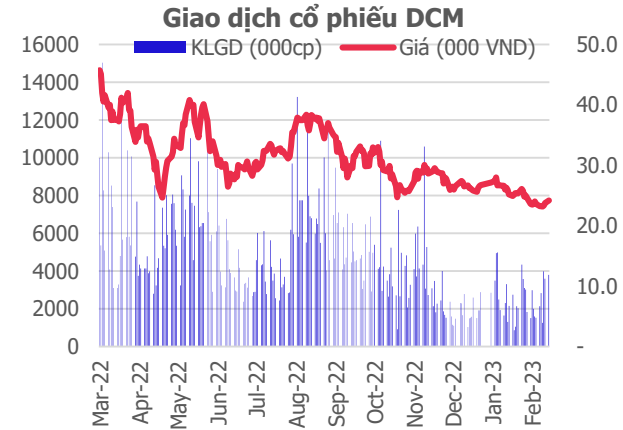
Kết quả kinh doanh năm 2022 tăng trưởng vượt bậc:

Quý 4/2022, giá phân bón điều chỉnh giảm nhưng DCM vẫn tăng trưởng 11% về doanh thu tương ứng 4.458,5 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận chỉ giảm 8,5% so với cùng kỳ, đạt 1.000,8 tỷ đồng. Nhờ kết quả rất tốt 3 quý trước, lũy kế cả năm 2022, doanh thu thuần của DCM đạt 15.924,5 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 4.316 tỷ đồng, lần lượt tăng 67,4% và 137% so với năm 2021.

Rủi ro đầu tư

Thay đổi từ chính sách xuất khẩu phân bón của Nga và Trung Quốc có thể khiến giá phân bón biến động mạnh: Các chính sách hạn chế xuất khẩu phân bón của 2 nước xuất khẩu phân Urea nói riêng và phân bón nói chung lớn nhất thế giới đã được mở ra hoặc sắp hết hạn khiến nguồn cung phân bón tăng và làm giá phân bón điều chỉnh giảm mạnh.

Giá phân bón có thể giảm nhanh nhiều hơn mức giảm của giá khí nguyên liệu đầu vào: giá dầu thế giới cũng có xu hướng điều chỉnh giảm nhưng không đồng pha với mức giảm giá phân Urea. Hiện xu hướng giảm giá dầu đang chậm hơn mức giảm giá phân Urea.



	1T	YTD	6T	12T
DCM	-6.8%	-8.9%	-34.6%	-39.6%
VNINDEX	-1.1%	4.5%	11.1%	-18.3%

Ngày báo cáo	13/03/2023
Giá hiện tại	24.150 VND
Giá mục tiêu	24.104 VND
Tỷ lệ Tăng/giảm	-0,19%
Mã Bloomberg	DCM VN Equity
Giá trị vốn hóa	12.785 tỷ VND
Biến động giá 52 tuần	23.200-45.700 VND
Khối lượng GDBQ 52 tuần	4.890 nghìn CP
Giá trị GDBQ 52 tuần	172 tỷ VND
Tỷ lệ Sở hữu nước ngoài	10,1%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	15,925	11,431	10,316	10,859	10,939	11,022
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	5,703	2,349	1,493	1,542	1,548	1,508
Biên lợi nhuận gộp	%	35.8%	20.5%	14.5%	14.2%	14.2%	13.7%
EBIT	Tỷ đồng	4,657	1,627	862	871	879	844
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	4,596	1,597	822	836	842	808
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	4,321	1,469	756	761	766	727
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	8,153	2,600	1,248	1,251	1,244	1,163
Tăng trưởng EPS	%	136.7%	-68.1%	-52.0%	0.2%	-0.6%	-6.5%
P/E	Lần	2.8	8.9	18.6	18.5	18.6	19.9
P/B	Lần	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	Lần	1.79	2.83	12.03	11.93	11.83	12.23
ROE	%	40.7%	13.1%	6.6%	6.5%	6.4%	6.0%
ROA	%	30.5%	9.8%	5.0%	4.9%	4.9%	4.5%

CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX - DCM)



Doanh thu và lợi nhuận năm 2022 cao nhất từ trước đến nay

Nhờ thuận lợi từ giá bán phân bón tăng cao, hoạt động của nhà máy đạt 114% công suất, giúp doanh thu và lợi nhuận đạt con số cao nhất từ khi hoạt động. Tính chung, sản lượng tiêu thụ đạt gần 1,1 triệu tấn phân bón, hơn 916 nghìn tấn Urea quy đổi trong đó Urea đạt 830 nghìn tấn, NPK Cà Mau đạt 87 nghìn tấn, sản lượng tự doanh đạt 120 nghìn tấn.

Kế hoạch kinh doanh 2023 dựa trên kịch bản thận trọng

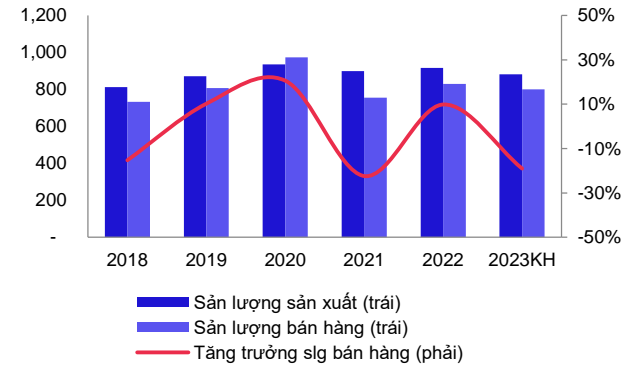
Doanh thu và lợi nhuận năm 2022 đạt được nhờ vào giá phân bón tăng cao đột biến. Giá phân bón đã tạo đỉnh vào giữa năm 2022 và điều chỉnh giảm cho tới nay. Xu hướng giảm giá phân bón vẫn tiếp tục duy trì trong năm 2023 và có thể kéo dài sang năm 2024. Trong khi đó, giá dầu FO và Brent thế giới (là căn cứ tính giá khí nguyên liệu)

Với dự báo giá phân bón sẽ giảm trong năm 2023, công ty đặt kế hoạch sản xuất 882 nghìn tấn Urea quy đổi giảm khoảng 4% so với mức thực hiện năm 2022. Chỉ tiêu kế hoạch với sản lượng tiêu thụ và hàng kinh doanh lần lượt là 760 nghìn tấn Đạm Cà Mau, 100 nghìn tấn sản phẩm gốc Urea, 160 nghìn tấn NPK và 211 nghìn tấn phân bón tự doanh.

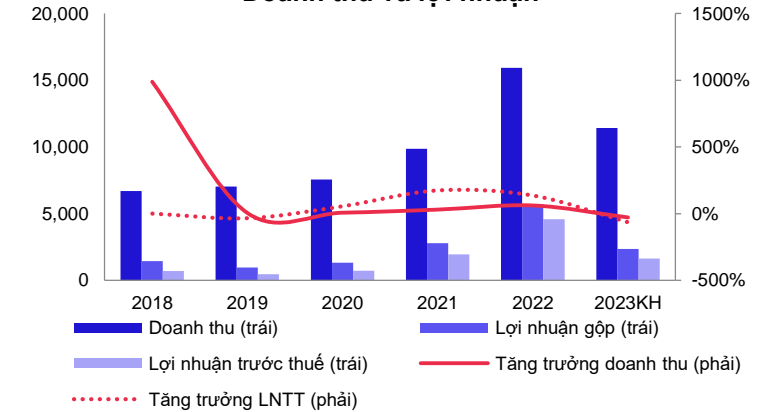
Về kế hoạch tài chính, DCM dự kiến đạt doanh thu 13.458,5 tỷ đồng; lợi nhuận sau thuế là 1.383,1 tỷ đồng, giảm lần lượt 15,5% về doanh thu và 68% về lợi nhuận sau thuế. Tuy nhiên, mức lợi nhuận sau thuế này vẫn gấp đôi lợi nhuận năm 2020.

Chúng tôi đánh giá, DCM đặt kế hoạch khá thận trọng. Với triển vọng tiêu thụ sản phẩm khá ổn định và giá phân bón bình quân vẫn ở mức tốt cộng thêm chi phí tài chính hạ, nhiều khả năng DCM sẽ vượt kế hoạch đề ra.

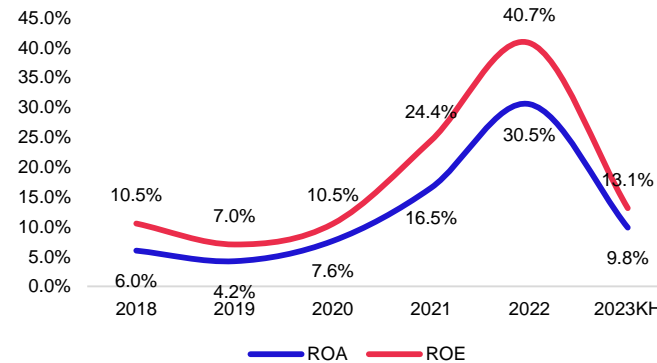
Sản lượng Urea Cà Mau sản xuất và bán hàng (nghìn tấn)



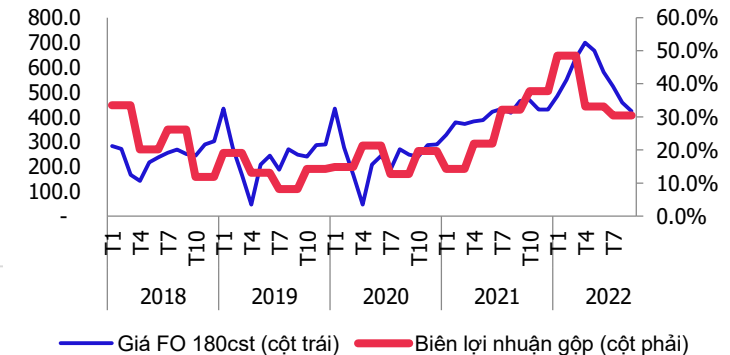
Doanh thu và lợi nhuận



ROA- ROE



Tương quan Biên lợi nhuận gộp của DCM và giá FO



Nguồn: Bloomberg, DCM, KNC MBS

Cổ tức tiền mặt sẽ ở mức cao trong các năm tới

Nhờ lợi nhuận cao đột biến năm 2022 và hoàn thành khấu hao nhà máy trong năm 2023, dự kiến tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt của DCM sẽ tăng mạnh. Cổ tức năm 2022 hiện ở mức 1.800đ/cp, dự kiến cổ tức năm 2023 cũng sẽ ở mức 1.600đ/cp.

Tại thời điểm cuối năm 2022, Tổng tài sản của DCM đạt 14.167 tỷ đồng, tăng thêm 3.095 tỷ đồng so với đầu năm, chủ yếu tăng ở tiền và tiền gửi có kỳ hạn.

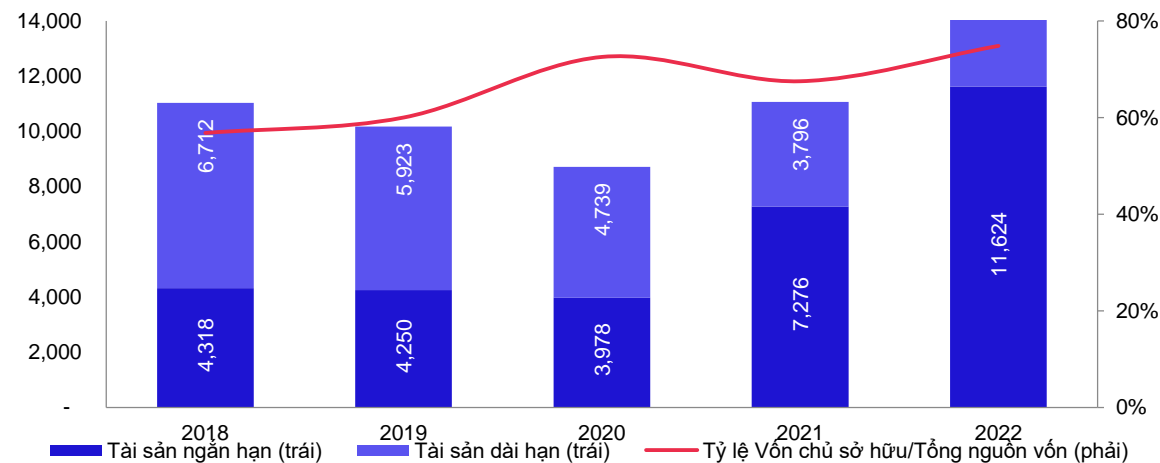
Tiền, tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn tăng thêm 4.148 tỷ đồng khi đạt 8.938 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng lớn đến 63% Tổng Tài sản

Khoản phải thu, hàng tồn kho vẫn được kiểm soát tốt, không có sự biến động bất thường so với đầu năm, lần lượt chiếm tỷ trọng 1,3% và 16% tổng Tài sản.

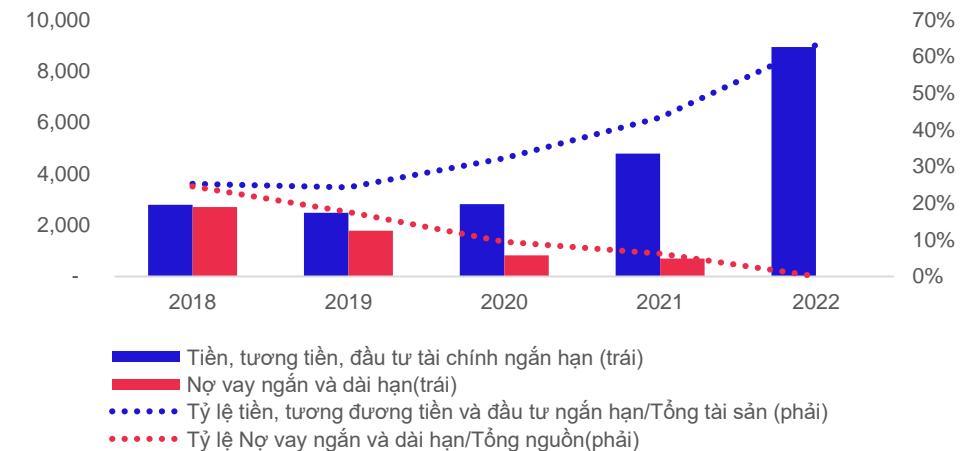
Vay nợ ngắn và dài hạn hiện giảm xuống mức rất thấp, chỉ còn 3,6 tỷ đồng. Công ty đã trả hết nợ vay xây dựng nhà máy urea từ cuối năm 2021, nợ vay xây dựng nhà máy NPK cũng đã tắt toán xong và hiện chỉ còn lại khoản vay nhỏ trong gói đầu tư tài sản cố định chưa đến hạn trả.

Trong kỳ DCM đã trích 948 tỷ đồng để trả cổ tức với tỷ lệ 18% nhưng lợi nhuận chưa phân phối lũy kế vẫn ở 3.018 tỷ đồng.

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn



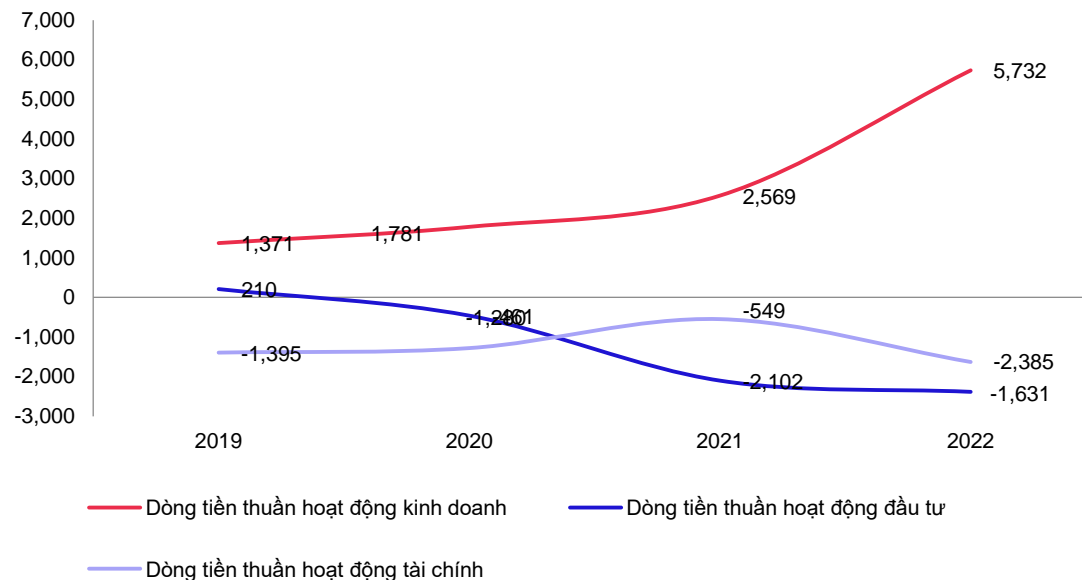
Tiền, tương đương tiền, tiền gửi và Nợ vay ngắn và dài hạn



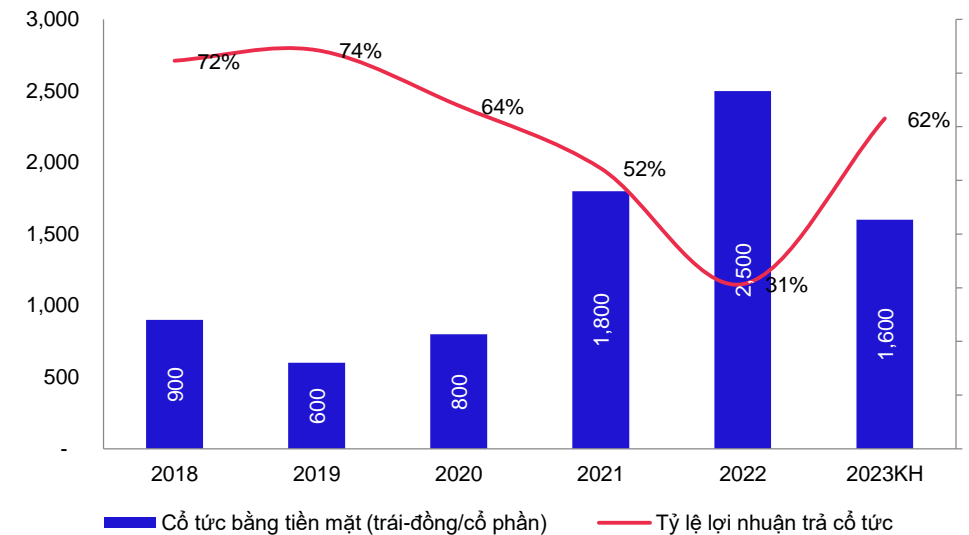
Dòng tiền hoạt động kinh doanh luôn dương

Hoạt động sản xuất và kinh doanh ổn định giúp dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt, cho phép Công ty thực hiện dự án đầu tư mở rộng năng lực sản xuất (NPK), trả nợ vay đúng kế hoạch và trả cổ tức đều đặn khoảng 8% từ 2018-2021. Với lợi nhuận đột biến, DCM đã điều chỉnh tỷ lệ trả cổ tức năm 2021 từ 5% lên mức 18%. Tỷ lệ trả cổ tức năm 2022 cũng tăng từ mức 5% lên 25% và dự kiến kế hoạch cổ tức năm 2023 sẽ ở mức 16%. Chính sách trả cổ tức cao có thể được DCM duy trì nhờ dòng tiền ổn định trong các năm tới và đây là một điểm cộng của DCM.

Lưu chuyển dòng tiền



Cổ tức bằng tiền hàng năm và tỷ lệ lợi nhuận chia cổ tức



Nguồn: DCM, KNC MBS

CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX - DCM)



Đánh giá tình hình năm 2023

Hoạt động sản xuất của nhà máy Urea của công ty đang ổn định, đảm bảo sản xuất theo nhu cầu của thị trường. Với nhu cầu thị trường có xu hướng giảm, nhà máy có kế hoạch điều chỉnh giảm nhẹ sản lượng sản xuất để cân đối với khả năng tiêu thụ. Nhà máy NPK công nghệ Urê hóa lỏng với công suất 300 nghìn tấn/năm đã đưa sản phẩm ra thị trường được 2 năm. Sản lượng tiêu thụ NPK của DCM đang tăng dần từng năm.

Để bù đắp sụt giảm nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước, DCM có thể tăng cường xuất khẩu sản phẩm Urea đặc biệt là thị trường Campuchia với sản phẩm Urea hạt đục đã chiếm lĩnh được 30% thị phần. Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng tiêu thụ Urea năm nay sẽ đạt khoảng 800 nghìn tấn, thấp hơn năm 2022 nhưng vẫn cao hơn dự kiến của DCM. Với sản phẩm NPK, công ty đưa ra kế hoạch tiêu thụ 160 nghìn tấn tăng gần gấp đôi so với năm 2022 nhưng với tình hình tiêu thụ sản phẩm các năm trước, kế hoạch trên hoàn toàn có thể thực hiện được.

Dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2023 có thể đạt lần lượt 11.431 tỷ đồng và 1.469 tỷ đồng, giảm 28% và 66% so với thực hiện 2022.

Giai đoạn 2023-2027

Chúng tôi dự báo nhà máy sản xuất Urea Cà Mau vẫn hoạt động ổn định, sản xuất đạt công suất thiết kế 800 nghìn tấn/năm. Sản phẩm phân NPK đã sản xuất và tiêu thụ đi vào ổn định, sản lượng sản xuất và bán hàng từ mức thấp sẽ tăng nhanh từ năm 2023 và đạt đầy đủ công suất 300 nghìn tấn năm 2025.

Với sự bổ sung từ mặt hàng NPK, khoản tiền mặt từ lợi nhuận năm 2022 và hoàn thành khấu hao nhà máy trong năm nay, lợi nhuận các năm sau sẽ vẫn duy trì ở mức cao hơn mức năm 2020.

Định giá cổ phiếu

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu cuối năm 2023** của cổ phiếu DCM ở mức **24.104 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 9,3 lần (dự phóng EPS 2023F khoảng 2.600 đồng/cp).

Chỉ tiêu	Đơn vị	FY22A	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
Giá dầu (Brent)	Usd/thùng	71,5	100,0	92,0	87,5	82,0	80,1
Sản lượng bán hàng	Nghìn tấn	1.037	1.135	1.196	1.284	1.293	1.302
- Ure Cà Mau	Nghìn tấn	830	800	800	800	800	800
- NPK Cà Mau	Nghìn tấn	87	160	221	300	300	300
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	15.925	11.431	10.316	10.859	10.939	11.022
Tăng trưởng d.thu	Tỷ đồng	61,3%	-28,2%	-9,8%	5,3%	0,7%	0,8%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	5.703	2.349	1.493	1.542	1.548	1.508
EBIT	Tỷ đồng	4.657	1.627	862	871	879	844
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	4.596	1.597	822	836	842	727
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	4.321	1.469	756	761	766	701
Lợi nhuận CĐ CT mẹ	Tỷ đồng	4.316	1.456	741	742	744	27
Thu nhập cổ phần	Đồng	8.153	2.600	1.248	1.251	1.244	1.163
Tăng trưởng EPS	%	137%	-68%	-52%	0%	-1%	-7%

Định giá cơ phiếu

Định giá DCF – FCFE

Chi phí vốn chủ sở hữu	%	12,88%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2027	%	1,00%
Hiện giá dòng tiền 2023-2027F	Tỷ đồng	4.724
Hiện giá dòng tiền sau năm 2027F	Tỷ đồng	4.420
Tiền tương đương tiền cuối năm 2023	Tỷ đồng	4.426
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	13.570
Nợ dài hạn cuối năm 2023	Tỷ đồng	809
Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	12.761
Số lượng cổ phần	Cổ phần	529.400.000
Giá trị cổ phiếu	Đồng/cp	24.104

CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX - DCM)



Kết quả kinh doanh	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	15,925	11.431	10.316	10.859	10.939
Giá vốn hàng bán	10.221	9.082	8.823	9.317	9.391
Lợi nhuận gộp	5.703	2.349	1.493	1.542	1.548
Doanh thu tài chính	60	30	40	35	38
Chi phí tài chính	1.351	1.029	928	977	984
Chi phí bán hàng & QLDN	3	15	10	10	10
Thu nhập khác	4.593	1.582	812	826	832
Lợi nhuận trước thuế	4.596	1.597	822	836	842
Lợi nhuận sau thuế	4.321	1.469	756	761	766
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	4.316	1.456	741	742	744
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	5	13	15	18	22

Tài sản- Nguồn vốn	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	11.624	13.523	13.707	14.183	14.582
Tiền, TĐ tiền và ĐT TC ngắn hạn	8.938	11.038	11.330	11.674	12.055
Khoản phải thu	188	407	367	387	390
Hàng tồn kho	2.283	1.941	1.885	1.991	2.007
Tài sản ngắn hạn khác	216	137	124	130	131
Tài sản dài hạn	2.543	1.424	1.366	1.307	1.197
Tài sản cố định	2.207	1.048	1.010	971	882
Tài sản dở dang dài hạn	33	73	53	33	13
Tài sản dài hạn khác	303	303	303	303	303
Tổng tài sản	14.167	14.948	15.072	15.489	15.780
Nợ phải trả	3.561	3.717	3.612	3.794	3.844
Nợ phải trả ngắn hạn	2.874	2.908	2.802	2.958	2.981
Phải trả người bán ngắn hạn	2.568	2.563	2.490	2.629	2.650
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	3	3	3	3	3
Phải trả ngắn hạn khác	304	343	309	326	328
Nợ phải trả dài hạn	687	809	811	837	863
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	1	1	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	686	808	811	837	863
Vốn chủ sở hữu	10.605	11.230	11.460	11.695	11.936
Vốn góp của chủ sở hữu	5.294	5.294	5.294	5.294	5.294
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	2.264	2.264	2.264	2.264	2.264
Quỹ đầu tư phát triển	3.018	3.641	3.868	4.099	4.335
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	29	32	35	38	43
Tổng nguồn vốn	14.167	14.948	15.072	15.489	15.780

Lưu chuyển dòng tiền	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	5.732	3.138	917	944	929
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	-2.385	-113	3	-296	-246
Dòng tiền thuần hđ tài chính	-1.631	-725	-528	-503	-503

Hệ số tài chính	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
Hệ số hiệu quả					
Biên lợi nhuận gộp	35,8%	20,5%	14,5%	14,2%	14,2%
EBITDA Margin	38,0%	26,8%	9,9%	9,5%	9,5%
Biên lợi nhuận ròng	27,1%	12,7%	7,2%	6,8%	6,8%
ROE	40,7%	13,1%	6,6%	6,5%	6,4%
ROA	30,5%	9,8%	5,0%	4,9%	4,9%
Hệ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	61,3%	-28,2%	-9,8%	5,3%	0,7%
Tăng trưởng LNTT	135,0%	-65,3%	-48,5%	1,7%	0,7%
Tăng trưởng LNST	136,7%	-66,3%	-49,1%	0,2%	0,2%
Tăng trưởng EPS	136,7%	-68,1%	-52,0%	0,2%	-0,6%
Hệ số thanh khoản					
Hệ số thanh toán hiện hành	4,04	4,65	4,89	4,80	4,89
Hệ số thanh toán nhanh	3,25	3,98	4,22	4,12	4,22
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,25	0,25	0,24	0,24	0,24
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,34	0,33	0,32	0,32	0,32
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	77,10	54,01	21,46	24,81	23,36
Hệ số định giá					
Lợi suất cổ tức	7,8%	6,9%	4,3%	4,3%	4,3%
EPS (VND)	8.153	2.600	1.248	1.251	1.244
BVPS (VND)	19.978	21.153	21.582	22.019	22.465

Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn Tuan.HoangCong@mbs.com.vn

Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

Trái phiếu

Lê Minh Anh Anh.LeMinh@mbs.com.vn

Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huỳnh Huynh.ChuThe@mbs.com.vn

Thực phẩm – Đồ uống

Nguyễn Thành Công cong1.nguyenthanh@mbs.com.vn

Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương Phuong.DoLan@mbs.com.vn

Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí Chi.DuongThien@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Đình Công Luyện Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Hàng tiêu dùng – Bán lẻ

Phạm Thùy Trang Trang.PhamThuy@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

MBS SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Copyrights. MBS 2020. ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: www.mbs.com.vn