

CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX: DCM)

Ngành **Phân bón**

KẾT QUẢ KINH DOANH DUY TRÌ KHẢ QUAN TRONG NỬA CUỐI NĂM

KHUYẾN NGHỊ

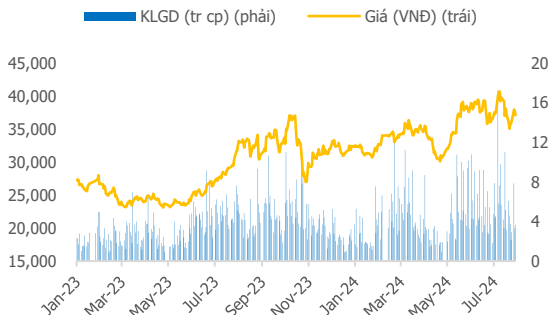
MUA

Giá mục tiêu	42,100
Giá hiện tại	35,650
Thay đổi	+18.09%

Ngày 02/08/2024

Một số chỉ tiêu chính	2023	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	12,602	14,886
LN gộp (tỷ VND)	1,982	3,131
EBIT (tỷ VND)	1,262	2,156
LN ròng (VND)	1,108	1,964
Tăng trưởng LNR (%)	-74%	77%
EPS (VND)	2,094	3,710
Tăng trưởng EPS (%)	-74%	77%
BVPS (VND)	18,876	21,523
ROE (%)	10.8%	18.4%
ROA (%)	7.5%	12.8%

Diễn biến giá cổ phiếu



Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	75.56%
Cổ đông khác	24.44%

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH

Tô Quốc Bảo
baotq@psi.vn

Lợi nhuận tăng trưởng gần gấp đôi trong Quý 2/2024 nhờ thương vụ M&A. DCM ghi nhận doanh thu đạt 4,006 tỷ đồng (+15.89% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt gần 570 tỷ đồng (+96.58% YoY). Theo đó, chỉ trong vòng 6 tháng đầu năm Đạm Cà Mau đã thực hiện được 71.7% mục tiêu lợi nhuận cả năm. Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2024 tăng trưởng mạnh nhờ thương vụ M&A sát nhập nhà máy NPK Hàn Việt cùng hoạt động xuất khẩu bút phá trong bối cảnh Công ty luôn chủ động tìm kiếm cơ hội xuất khẩu và mở rộng thị trường.

Thương vụ sát nhập nhà máy NPK Hàn Việt đem lại khoản lãi lớn cùng triển vọng dài hạn. Việc sát nhập nhà máy NPK giúp nâng doanh thu kinh doanh sản phẩm NPK của DCM trong kỳ lên hơn 68%. Ngoài ra KVF có vị trí chiến lược, nằm cách cảng Hiệp Phước chỉ 500 m, thuận lợi trung chuyển hàng hoá và đóng góp cho quá trình hoàn thiện nền tảng logistics, hỗ trợ doanh nghiệp xâm nhập thị trường tiềm năng Tây Nguyên và Đông Nam Bộ.

Hoạt động kinh doanh được cải thiện nhờ biên lợi nhuận gộp tăng mạnh. Chi phí khấu hao tài sản cố định trong Quý 2/2024 tiếp tục giảm mạnh, lũy kế 6 tháng đầu năm 2024 chi phí khấu hao tài sản cố định chỉ đạt hơn 121 tỷ đồng, giảm 82.75% so với cùng kỳ năm 2023. Chi phí giá vốn có xu hướng giảm nhanh giúp cho lợi nhuận gộp cũng được cải thiện tăng mạnh 65%, đạt hơn 610 tỷ đồng trong Quý 2.

Kỳ vọng Dự thảo Luật thuế VAT sửa đổi sẽ được thông qua và áp dụng kể từ năm 2025 giúp doanh nghiệp sản xuất phân bón được hưởng lợi lớn. Nếu Luật thuế VAT sửa đổi được thông qua, lợi nhuận nhóm doanh nghiệp phân bón tăng mạnh 30-50% nhờ được khấu trừ đầu vào. Đồng thời giá bán phân bón nhập khẩu sẽ tăng thêm 5% do thuế VAT. Điều này giúp gia tăng tính cạnh tranh của các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa.

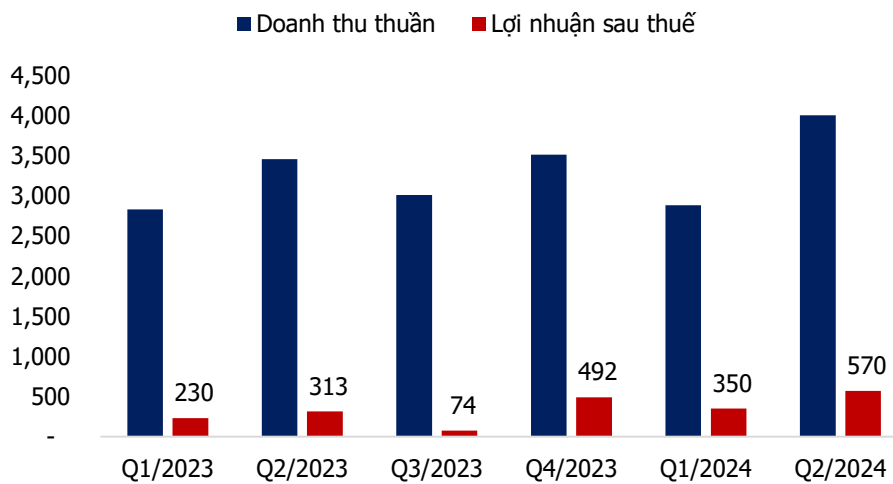
Chúng tôi điều chỉnh dự báo triển vọng kinh doanh tích cực doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2024 của DCM là 14,886 tỷ đồng (+18.4% YoY) và 1,964 tỷ đồng (+76.9% YoY). Định giá cổ phiếu DCM ở mức 42,100 đồng/cp (+18.09% so với giá đóng cửa ngày 01/08/2024)

Khuyến nghị **MUA** dựa trên định giá và các động lực tăng trưởng: (1) Hoạt động xuất khẩu tiếp tục bút phá sẽ là động lực tăng trưởng chính cho doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp; (2) Việc sáp nhập nhà máy sản xuất phân bón NPK Hàn – Việt sẽ thúc đẩy năng lực sản xuất và mở rộng thị trường tiềm năng tại Tây Nguyên và Đông Nam Bộ; (3) Dự thảo Luật thuế VAT sửa đổi được thông qua sẽ giúp doanh nghiệp sản xuất phân bón được hưởng lợi.

Lợi nhuận tăng trưởng gần gấp đôi trong Quý 2/2024 nhờ thương vụ M&A.

DCM ghi nhận doanh thu đạt 4,006 tỷ đồng (+15.89% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt gần 570 tỷ đồng (+96.58% YoY). Theo đó, chỉ trong vòng 6 tháng đầu năm Đạm Cà Mau đã thực hiện được 71.7% mục tiêu lợi nhuận cả năm. Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2024 tăng trưởng mạnh nhờ thương vụ M&A sát nhập nhà máy NPK Hàn Việt cùng hoạt động xuất khẩu bút phá trong bối cảnh Công ty luôn chủ động tìm kiếm cơ hội xuất khẩu và mở rộng thị trường.

Doanh thu và lợi nhuận



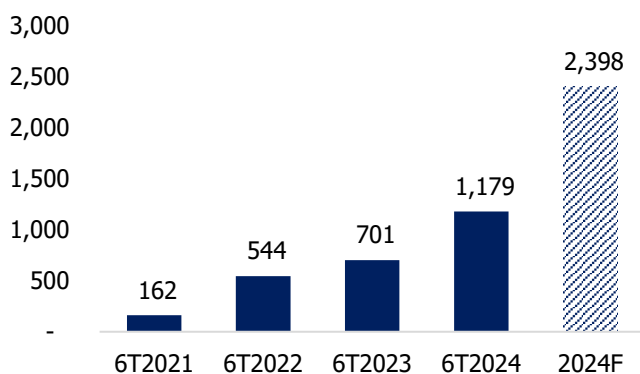
Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

Thương vụ sát nhập nhà máy NPK Hàn Việt đem lại khoản lãi lớn cùng triển vọng dài hạn.

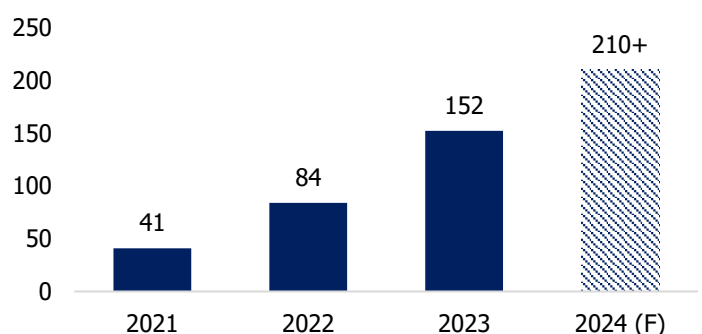
Doanh nghiệp ghi nhận khoản lợi nhuận khác với giá trị đạt hơn 176 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ chỉ hơn 3.4 tỷ đồng, trong đó Lãi từ giao dịch mua rẻ đạt giá trị hơn 167 tỷ đồng. Được biết giao dịch mua rẻ ở đây là từ thương vụ mua lại Công ty TNHH Phân bón Hàn - Việt (KVF) – đơn vị sở hữu nhà máy phân bón có tổng mức đầu tư 60 triệu USD. Thương vụ này sau khi định giá lại đã được xác định là rẻ hơn so với giá trị thực tế bỏ ra, và số tiền chênh lệch được ghi nhận vào khoản lợi nhuận khác.

Việc sát nhập nhà máy NPK giúp nâng doanh thu kinh doanh sản phẩm NPK của DCM trong kỳ tăng hơn 68%, đạt giá trị gần 1,179 tỷ đồng. Sản lượng kinh doanh phân bón NPK của Công ty có sự tăng trưởng lớn qua từng năm từ mức 41 nghìn tấn trong năm 2021 lên hơn 152 nghìn tấn trong năm 2023. **Chúng tôi kì vọng với sức mạnh từ hệ thống phân phối đã gây dựng từ trước cùng với việc năng lực sản xuất được gia tăng thì trong năm 2024 sản lượng kinh doanh phân bón NPK sẽ vượt 210 nghìn tấn.**

Doanh thu thành phẩm NPK (tỷ đồng)

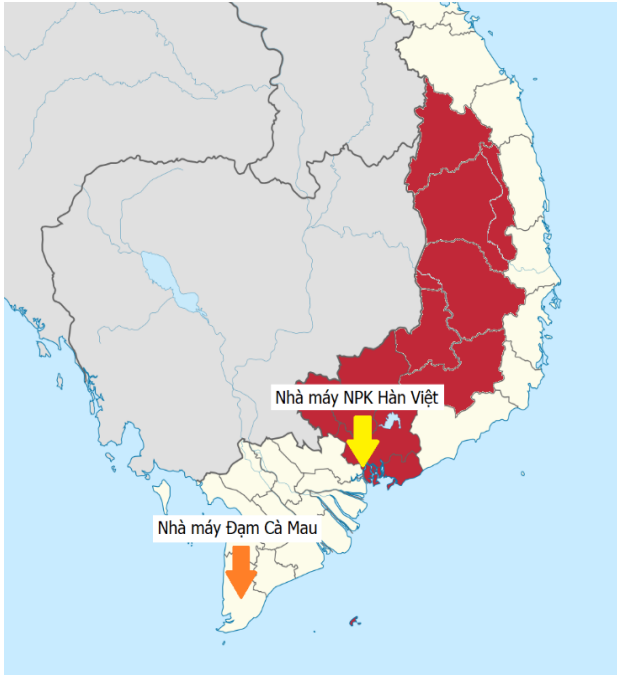


Sản lượng kinh doanh phân bón NPK của PVCFC (nghìn tấn)



Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

Ngoài ra KVF có vị trí chiến lược, nằm cách cảng Hiệp Phước chỉ 500 m, thuận lợi trung chuyển hàng hoá và đóng góp cho quá trình hoàn thiện nền tảng logistics, hỗ trợ doanh nghiệp xâm nhập thị trường tiềm năng Tây Nguyên và Đông Nam Bộ.



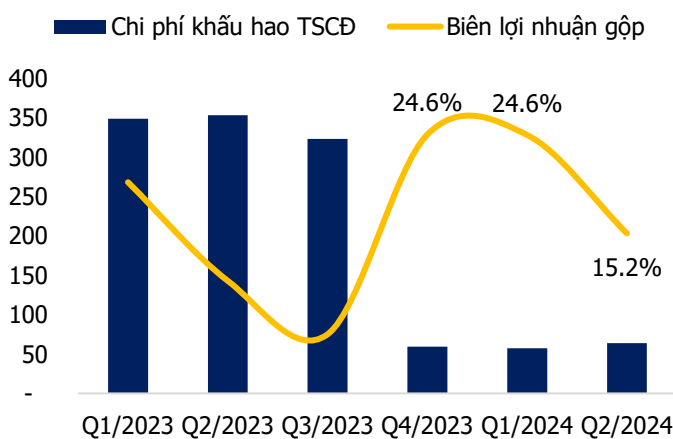
Công ty cũng có kế hoạch đầu tư xây dựng thêm kho chứa rộng 2ha (20,000m²) tại đây nhằm bổ sung sức chứa nguyên liệu và sản phẩm. Tổng sức chứa dự kiến tại Nhà máy NPK Hàn – Việt là 4.5ha (45,000m²). Đây sẽ là đòn bẩy để Công ty phát huy hoạt động xuất/ nhập khẩu và kinh doanh các sản phẩm phân bón khác, ngoài ra việc tận dụng diện tích kho bãi lớn của KVF giúp DCM tiết giảm chi phí lưu kho và gia tăng sự linh hoạt trong việc lưu trữ nguyên liệu đầu vào để sản xuất NPK và các sản phẩm tự doanh của DCM.

Hoạt động kinh doanh được cải thiện nhờ biên lợi nhuận gộp tăng mạnh.

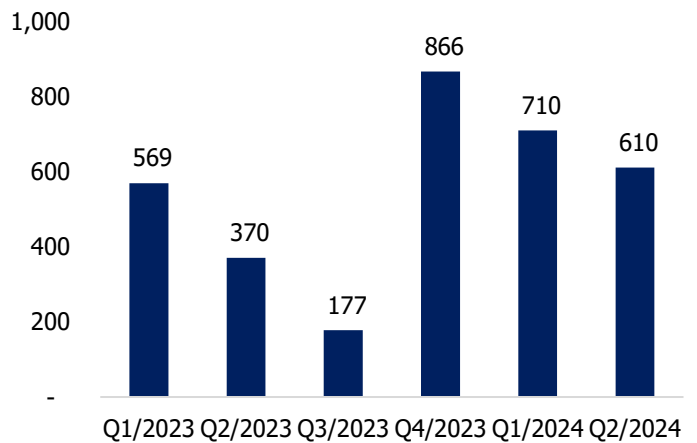
Chi phí khấu hao tài sản cố định trong Quý 2/2024 tiếp tục giảm mạnh, lũy kế 6 tháng đầu năm 2024 chi phí khấu hao tài sản cố định chỉ đạt hơn 121 tỷ đồng, giảm 82.75% so với cùng kỳ năm 2023. Chi phí giá vốn có xu hướng giảm nhanh giúp cho lợi nhuận gộp cũng được cải thiện tăng mạnh 65%, đạt hơn 610 tỷ đồng trong Quý 2.

Nhà máy urê hết khấu hao kể từ Quý 4/2023, nhà máy urê DCM đi vào hoạt động từ Quý 4/2011, được sử dụng chính sách khấu hao đường thẳng trong vòng 12 năm với chi phí khấu hao máy móc và thiết bị hằng năm gần 1,000 tỷ đồng/năm. Việc máy móc thiết bị nhà máy phân bón urê hết khấu hao sẽ giúp cho doanh nghiệp giảm bớt chi phí sản xuất kinh doanh, qua đó giúp kết quả kinh doanh của doanh nghiệp có sự đột phá. Biên lợi nhuận gộp được cải thiện lên mức 15.2% trong Quý 2/2024 từ mức 10.7% của Quý 2/2023. Lũy kế 6 tháng đầu năm biên lợi nhuận gộp đạt 19.2%.

Chi phí khấu hao



Lợi nhuận gộp



Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

Kỳ vọng Dự thảo Luật thuế VAT sửa đổi sẽ được thông qua và áp dụng kể từ năm 2025 giúp doanh nghiệp sản xuất phân bón được hưởng lợi lớn.

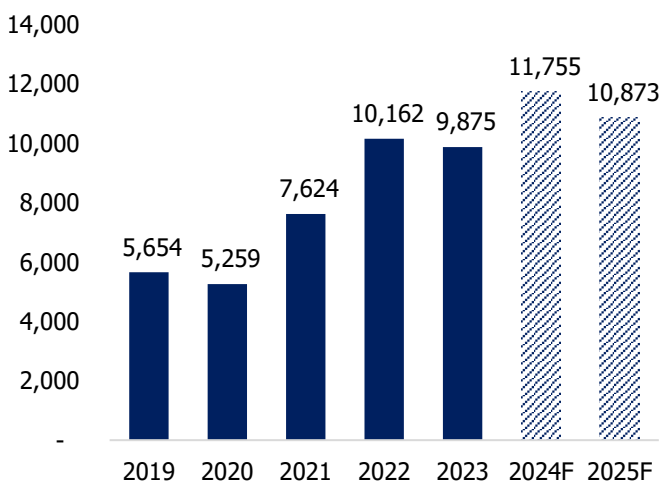
Luật thuế VAT sửa đổi đã được Quốc hội xem xét và cho ý kiến tại kỳ họp thứ 7 (T5 – T6/2024) và kỳ vọng thông qua tại kỳ họp thứ 8 (diễn ra vào tháng 10/2024), dự kiến sẽ có hiệu lực từ năm 2025. Trong đó có đề xuất đưa mặt hàng phân bón vào diện chịu thuế GTGT 5% thay vì không chịu thuế GTGT như hiện nay.

Trước đây khi áp dụng Luật Thuế giá trị gia tăng năm 2008, phân bón là đối tượng chịu thuế VAT 5%. Tuy nhiên, Luật số 71 ban hành ngày 26/11/2014 quy định phân bón, máy móc, thiết bị chuyên dùng phục vụ sản xuất nông nghiệp thuộc đối tượng không chịu thuế VAT kể từ ngày 1/1/2015. Do đó doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước không được khấu trừ thuế giá trị gia tăng đầu vào cho nguyên vật liệu, máy móc và dịch vụ, dẫn đến chi phí sản xuất tăng cao. Khi doanh nghiệp bán sản phẩm, giá bán phải bao gồm toàn bộ chi phí này.

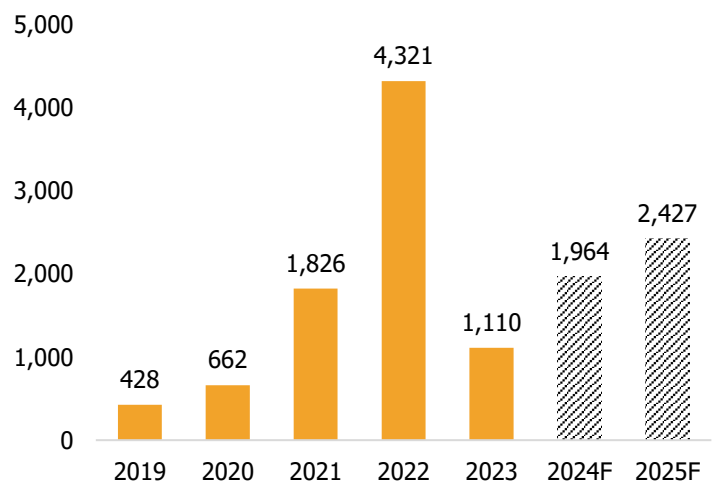
Nếu Luật thuế VAT sửa đổi được thông qua đưa mặt hàng phân bón vào diện chịu thuế GTGT 5%, doanh nghiệp sản xuất phân bón sẽ được khấu trừ thuế VAT đầu vào. Do số thuế VAT đầu ra tính theo mức thuế suất 5% trong khi máy móc, thiết bị, nguyên vật liệu, điện... phục vụ sản xuất phân bón chịu thuế VAT với mức thuế suất 10% nên những doanh nghiệp này cơ bản được hoàn thuế VAT.

Chi phí kinh doanh sản xuất đầu vào của DCM ước tính trung bình rơi vào khoảng 8,500 – 10,000 tỷ đồng, nếu Luật thuế mới được áp dụng kể từ năm 2025, DCM có thể được khấu trừ khoảng 425 – 500 tỷ đồng thuế VAT đầu vào kể từ năm 2025, tương ứng chiếm khoảng 38.7% lợi nhuận sau thuế năm 2023 của DCM.

Chi phí sản xuất kinh doanh



Lợi nhuận sau thuế



Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

Bên cạnh đó nếu Luật thuế VAT sửa đổi được thông qua, giá thành sản xuất phân bón trong nước có thể giảm, đồng thời giá bán phân bón nhập khẩu sẽ tăng thêm 5% do thuế VAT. Điều này giúp gia tăng tính cạnh tranh của các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa.

Chúng tôi điều chỉnh dự báo triển vọng kinh doanh tích cực doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2024 của DCM ở mức 14,886 tỷ đồng và 1,964 tỷ đồng dựa trên các giả định chính dưới đây:

- (1) Điều chỉnh giá phân bón urê trung bình cả năm 2024 lên 370 USD/tấn, sản lượng tiêu thụ phân bón urê của doanh nghiệp trong năm 2024 được cải thiện lên hơn 960,000 tấn.
- (2) Sản lượng tiêu thụ phân bón NPK trong năm 2024 giả định tăng lên 210,000 tấn nhờ việc sát nhập M&A nhà máy phân bón NPK Hàn – Việt
- (3) Chi phí kinh doanh được cải thiện kể từ năm 2024 khi nhà máy phân bón urê hết khấu hao.

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá là FCFE và phương pháp so sánh P/E. Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VND/cp)
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	50%	34,810
P/E	50%	49,366
Tổng hợp kết quả định giá		42,088

Khuyến nghị:

Kết hợp định giá dựa trên các giả định và tiềm năng tăng trưởng của cổ phiếu DCM trên thị trường, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DCM.

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	15,925	12,602	14,886
Giá vốn hàng bán	(10,221)	(10,620)	(11,755)
Lợi nhuận gộp	5,703	1,982	3,131
Doanh thu hoạt động tài chính	4,353	687	1,708
Chi phí tài chính	(60)	(27)	(23)
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(1,351)	(1,295)	(1,423)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	8,645	1,346	3,393
Lợi nhuận khác	22	-	-
Lợi nhuận trước thuế	4,596	1,251	2,133
Lợi nhuận sau thuế	4,321	1,108	1,964
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	4,321	1,108	1,964
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	-	-	-

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2022	2023	2024F
Tài sản ngắn hạn	11,624	13,244	13,270
I. Tiền & tương đương tiền	2,126	2,284	3,431
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	6,812	8,242	6,472
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	188	389	346
IV. Hàng tồn kho	2,283	2,137	2,728
V. Tài sản ngắn hạn khác	216	191	293
Tài sản dài hạn	2,543	2,034	2,111
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	0
II. Tài sản cố định	2,240	1,726	2,050
III. Tài sản dài hạn khác	303	308	60
Tổng tài sản	14,167	15,278	15,381
Nợ phải trả	3,561	5,285	3,986
I. Nợ ngắn hạn	2,874	4,525	3,631
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,028	1,408	1,614
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	3	846	2
II. Nợ dài hạn	687	759	355
1. Các khoản phải trả dài hạn	686	756	353
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1	3	2
Vốn chủ sở hữu	10,605	9,993	11,394
1. Vốn điều lệ	5,294	5,294	5,294
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	5,279	4,668	6,073
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	29	28	28
5. Nguồn vốn khác	4	4	4
Tổng nguồn vốn	14,167	15,278	15,381

Chỉ số chính	2022	2023	2024F
Định giá			
EPS	8,162	2,094	3,710
BVPS	20,033	18,876	21,523
Cổ tức	18%	20%	10%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	36%	16%	21%
Biên EBITDA	38%	20%	17%
Biên LNTT	29%	10%	14%
ROE	48%	11%	18%
ROA	34%	8%	13%
Tăng trưởng			
Doanh thu	61%	-21%	18%
Lợi nhuận gộp	105%	-65%	54%
Lợi nhuận sau thuế	135%	-74%	77%
EPS	135%	-74%	77%
Tổng tài sản	28%	8%	1%
VCSH	42%	-6%	14%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	4.04	2.93	3.65
Thanh toán nhanh	3.25	2.45	2.90
Nợ/tài sản	0.25	0.35	0.26
Nợ/VCSH	0.34	0.53	0.35
Khả năng thanh toán lãi vay	448.33	124.23	92.21



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,
Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.
Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank
Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4,
phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu,
TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ 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 thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.