

Ngành: Phân bón | BSC RESEARCH

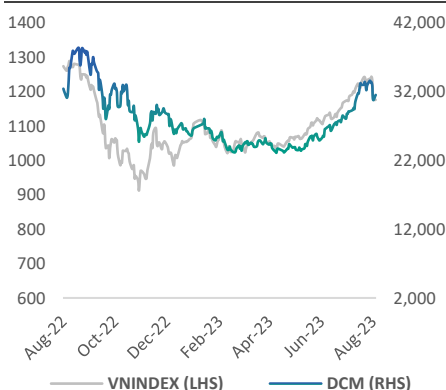
KHUYẾN NGHỊ MUA CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU - CTCP (HSX: DCM) NHU CẦU TIÊU THỤ VÀ GIÁ PHÂN BÓN PHỤC HỒI

Giá hiện tại:	31,000	Ngày viết báo cáo:	31/08/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:	31,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	529	Vietnam Oil & Gas Gr	59.6%
Giá mục tiêu mới:	36,000	Vốn hóa (tỷ VND)	16,411	CTCB VIETNAM EQUITY	4.2%
Tỷ suất cổ tức	5%	Thanh khoản BQ 30n (Triệu)	3.97	Truswell Securities	4.1%
Tiềm năng tăng giá	21%	Sở hữu nước ngoài	16.47%	AGRIMEX NGHE AN JSC	4.1%

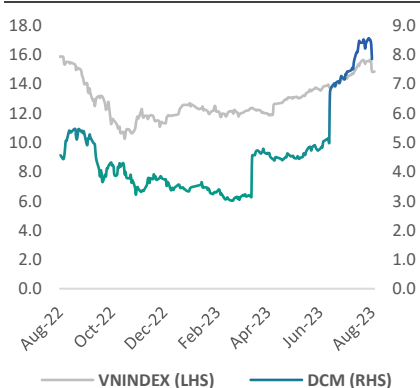
Bộ phận Research:

Lưu Thuý Linh
(Điện, Phân bón – Hoá chất)
Linhlt2@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2022	2023F	2024F	VNIndex
PE (x)	3.3	17.73	7.24	14.6
PB (x)	1.3	1.69	1.49	1.7
PS (x)	0.9	1.69	1.63	1.3
ROE (%)	41%	10%	21%	13%
ROA (%)	34%	7%	16%	2%

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DCM** và nâng giá mục tiêu từ 31,000 VND/CP trong báo cáo trước lên 36,000 VND/CP (upside 21% so với giá đóng cửa ngày 31/08/2023, đã bao gồm 5% tỷ suất cổ tức) do điều chỉnh tăng dự phóng 2024F +15% so với dự báo cũ; Dựa trên phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu 2024F = 5.2x (tương đương mức trung vị 5Y);

DCM là một trong những **doanh nghiệp phân bón hàng đầu** với **triển vọng cải thiện lợi nhuận mạnh mẽ trong 2024F (+145% YoY)** cùng bảng cân đối kế toán lành mạnh với lượng tiền mặt lớn **chúng tôi cho rằng DCM là lựa chọn hấp dẫn**, đặc biệt là trong bối cảnh giá Ure phục hồi như hiện tại.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH (Tham khảo báo cáo cập nhật gần nhất của BSC)

- Triển vọng phục hồi rõ ràng hơn trong 2H/2023 nhờ giá bán và sản lượng tiếp tục hồi phục
- Lợi nhuận phục hồi từ 2024** nhờ nhu cầu phân bón cải thiện trong bối cảnh **chi phí khấu hao giảm mạnh** (đóng góp 67% tăng trưởng lợi nhuận ròng 2024);

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi **nâng dự báo DTT và LNST năm 2024F** của DCM lên lần lượt **+4%/+15%** so với dự báo cũ **chủ yếu do giả định giá bán Ure bình quân cao hơn**. Cụ thể:

2024F BSC dự phóng **DTT = 11,075 tỷ VND (+4% YoY)** và **LNST = 2,556 tỷ VND (+145% YoY)** tương ứng **EPS fw 2024 = 4,724 VND/CP**, **P/E fw 2024 = 7.2x** dựa trên giả định:

- Sản lượng kinh doanh Ure và giá bán bình quân đi ngang so với cùng kỳ, lần lượt đạt: 821 nghìn tấn (+1% YoY) và 9,455 VND/kg (+1% YoY);
- Giá khí bình quân đạt 9.16 USD/MMBTU (-0.4% YoY);
- Chi phí khấu hao giảm 1,000 tỷ VND (-68% scvk) nhờ nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao.

RỦI RO

- Rủi ro giảm giá: sản lượng bán thấp hơn ước tính do nhu cầu phục hồi chậm và giá khí đầu vào tăng;
- Rủi ro tăng giá: giá khí tại EU tăng cao khiến sản lượng ure sản xuất giảm kéo theo giá Ure thế giới tăng.

KQKD	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	9,870	15,925	10,655	11,075
Lợi nhuận gộp	2,781	5,703	1,712	3,246
NPATMI	1,823	4,316	1,039	2,556
EPS	3,073	7,701	1,916	4,712
Tăng trưởng EPS	202%	151%	-75%	145%

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Kết quả kinh doanh quý 2/2023 (tham khảo báo cáo Expressnote tại đây)

Doanh thu thuần và Lợi nhuận sau thuế Q2/2023 lần lượt đạt: 3,291 tỷ VND (-19% YoY) và 290 tỷ VND (-72% YoY) chủ yếu do giá bán bình quân các sản phẩm thấp hơn ~40% svck. Kết quả này phù hợp với dự phóng của BSC, lũy kế 6T/2023, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DCM lần lượt đạt: 6,026 tỷ VND và 520 tỷ VND, lần lượt hoàn thành 56%/50% so với dự phóng của chúng tôi cho năm 2023.

Kết quả kinh doanh Q2/2023 phục hồi so với quý 1 nhờ: (1) sản lượng bán hàng tăng giúp doanh thu thuần tăng +20% QoQ; **(2)** tiết giảm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp, tỷ lệ chi phí SG&A/DTT giảm -9.5 bsp QoQ và **(3)** doanh thu tài chính tăng nhờ lãi tiền gửi tăng +22% QoQ. Tổng kết lại, biên lợi nhuận ròng Q2 cải thiện +0.4bsp QoQ đạt 9%, và lợi nhuận ròng đạt 289 tỷ VND, tương ứng tăng +26% so với quý trước. BSC cho rằng, KQKD sẽ cải thiện rõ rệt hơn trong 2H/2023 nhờ sản lượng tiếp tục cải thiện và giá bán có tín hiệu tăng từ T6/2023.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH (Tham khảo báo cáo cập nhật gần nhất của BSC)

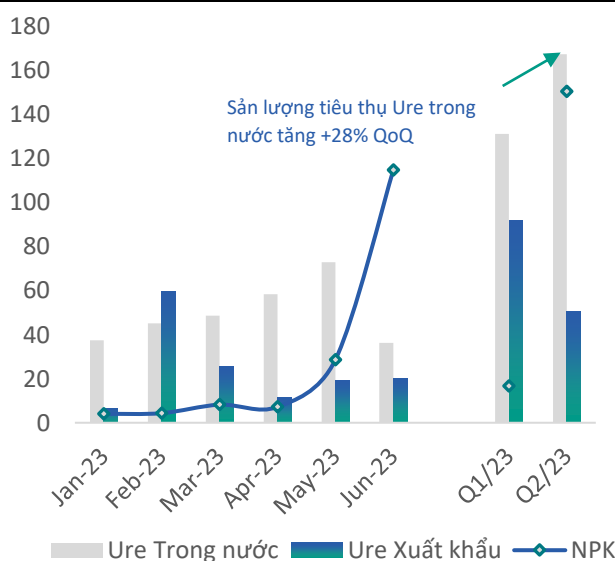
Sản lượng và giá bán phục hồi rõ ràng hơn trong 2H/2023

Sản lượng tiêu thụ Ure trong nước Q2/2023 đạt 168 nghìn tấn, tăng 28% so với quý trước nhờ: **nhu cầu phân bón tại ĐBSCL cải thiện trong quý trong bối cảnh mùa gieo trồng và giá gạo neo ở mức cao kích thích nhu cầu bón phân của nông dân.**

Mặt bằng giá Ure trong nước giảm về mức thấp 9,000 – 9,500 VND/kg (-32% YoY), tuy nhiên đã tăng +15% từ cuối T6/2023 nhờ: **(1)** giá phân bón thế giới tăng và **(2)** nhu cầu tiêu thụ trong nước tăng.

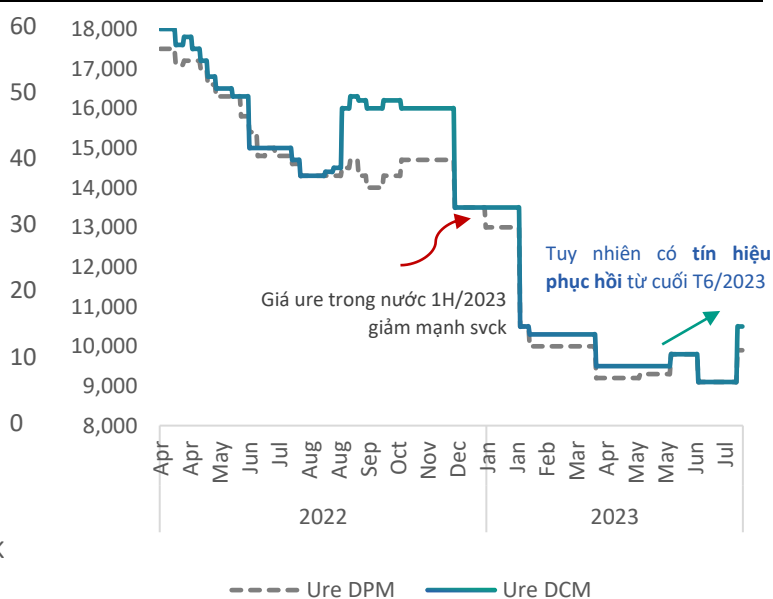
BSC cho rằng giá phân bón trong nước sẽ duy trì xu hướng tăng trong 2H/2023 để bắt kịp đà tăng của giá ure thế giới (đã tăng hơn 30% từ đáy tháng 6) trong khi giá ure trong nước mới chỉ tăng 15% từ cuối T6/2023. BSC ước tính trong 2H/2023 giá ure trong nước có thể tăng lên mức 11,500 – 11,800 VND/kg, tương ứng 25 – 30% so với mức đáy đầu tháng 6.

Hình: Nhu cầu phân bón nội địa phục hồi (tấn)



Nguồn: DCM, BSC Research

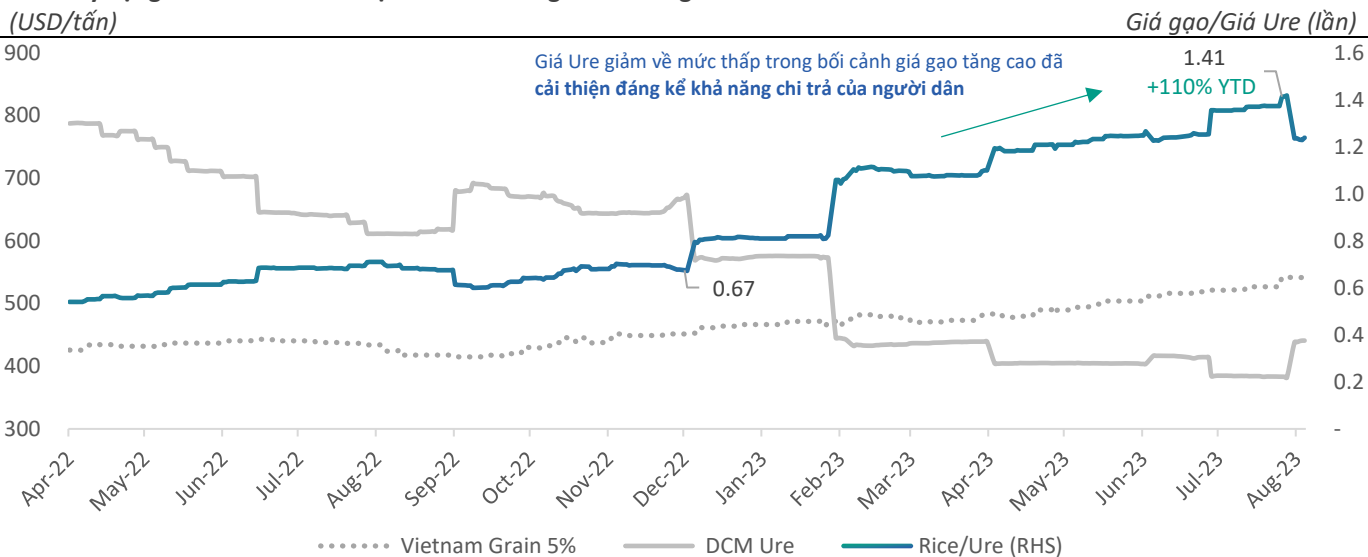
Hình: Giá Ure trong nước tạo đáy và phục hồi từ T6/2023 (VND/kg)



Nguồn: Wichart, BSC Research

BSC dự báo nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước trong 2H/2023 sẽ tiếp tục cải thiện nhờ: (1) nhu cầu chăm bón trong mùa vụ Hè Thu tại khu vực miền Trung và Đông Xuân tại khu vực phía Bắc (mùa vụ chính trong năm) và (2) Giá phân bón đã giảm về mức thấp trong bối cảnh giá gạo neo ở mức cao đã cải thiện khả năng chi trả của người dân.

Hình: Kỳ vọng nhu cầu Ure cải thiện nhờ khả năng chi trả tăng

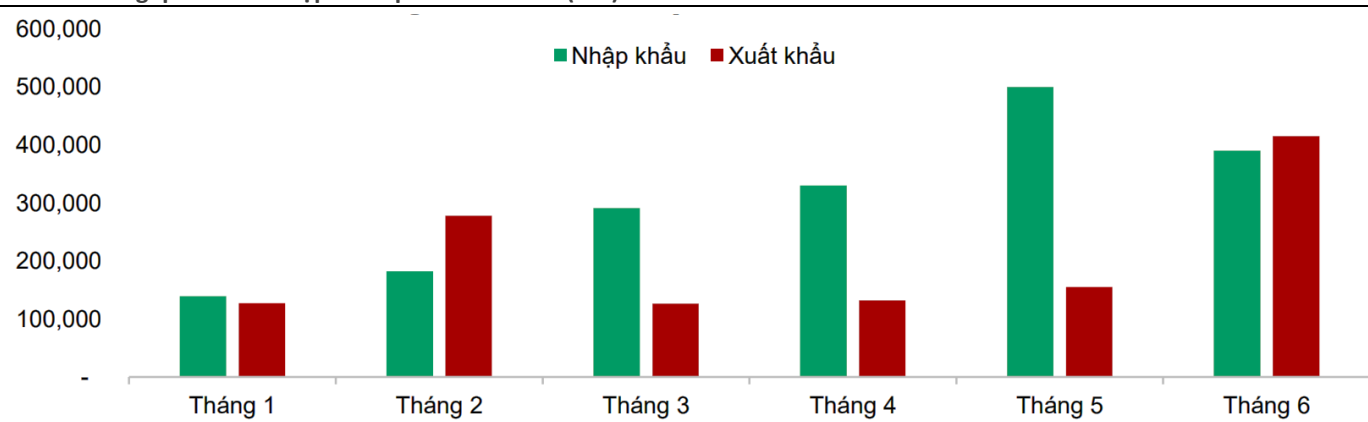


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Kỳ vọng phục hồi ở thị trường xuất khẩu

BSC kỳ vọng sản lượng phân bón xuất khẩu sẽ phục hồi trong 2H/2023 so với mức nền thấp trong 1H nhờ: (1) Ai Cập – quốc gia xuất khẩu phân bón lớn đã cắt giảm lượng khí dành cho sản xuất ure và (2) Ấn Độ - thị trường nhập khẩu phân bón lớn trên thế giới có động thái tăng nhập khẩu Ure cho mùa vụ cuối năm.

Hình: Tương quan xuất nhập khẩu phân bón 2023 (tấn)



Nguồn: DCM, BSC Research tổng hợp

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo **DTT và LNST** của DPM trong năm 2023 lần lượt đạt **10,655 tỷ VND (-33% YoY)** và **1,039 tỷ VND (-76% YoY)** tương đương **EPS fw 2023 = 1,923 VND/CP, P/E fw 2023 = 17.7x**. Dựa trên các giả định:

- (1) Sản lượng kinh doanh Ure đạt 845 nghìn tấn (+0.1% YoY);
- (2) Giá bán Ure bình quân đạt 10,340 VND/kg (-34% YoY);
- (3) Giá khí bình quân cả năm đạt mức 9.20 USD/MMBTU (+10% YoY)

Dự báo 2024: Chúng tôi nâng dự báo DTT và LNST năm 2024F của DCM lần lượt +4%/+15% so với dự báo cũ chủ yếu do giả định giá bán Ure bình quân cao hơn. Cụ thể:

BSC dự phóng 2024F **DTT = 11,075 tỷ VND (+4% YoY)** và **LNST = 2,556 tỷ VND (+145% YoY)** tương đương **EPS fw 2024 = 4,724 VND/CP, P/E fw 2024 = 7.2x** dựa trên các giả định:

- (1) Sản lượng kinh doanh Ure đi ngang so với cùng kỳ, giá bán bình quân tăng nhẹ, lần lượt đạt: 821 nghìn tấn (+1% YoY) và 10,857 VND/kg (+5% YoY) – so với giả định trước đây là 10,443 VND/kg (+1% YoY);
- (2) Giá khí bình quân đạt 9.16 USD/MMBTU (-0.4% YoY);
- (3) Chi phí khấu hao giảm -68% scvk nhờ nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao.

Bảng: Ước tính kết quả kinh doanh DPM năm 2023 - 2024

	Đơn vị	TH 2022	Ước tính 2023	Ước tính 2024 cũ	Ước tính 2024 mới	%YoY 2023	%YoY 2024 (mới)
Sản lượng kinh doanh							
Ure	Nghìn tấn	791	808	821	821	+3%	+1%
NPK	Nghìn tấn	129	137	175	175	+7%	+27%
Tài chính							
Tổng doanh thu	Tỷ VND	15,925	10,655	10,716	11,075	-33%	+4%
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	5,703	1,712	2,886	3,246	-70%	+90%
Chi phí khấu hao	Tỷ VND	(1,391)	(1,245)	(396)	(396)	-10%	-68%
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	4,316	1,039	2,213	2,556	-76%	+145%

Nguồn: BSC Research

RỦI RO

- Rủi ro giảm giá: sản lượng bán thấp hơn ước tính do nhu cầu trong nước phục hồi chậm và giá khí đầu vào tăng;
- Rủi ro tăng giá: giá khí tại EU tăng cao khiến sản lượng ure sản xuất giảm kéo theo giá Ure thế giới tăng.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DCM** và nâng giá mục tiêu từ 31,000 VND/CP [trong báo cáo trước](#) lên 36,000 VND/CP (upside 21% so với giá đóng cửa ngày 31/08/2023, đã bao gồm 5% tỷ suất cổ tức) do điều chỉnh tăng dự phóng 2024F +15% so với dự báo cũ; Dựa trên phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu 2024F = 5.2x (tương đương mức trung vị 5Y);

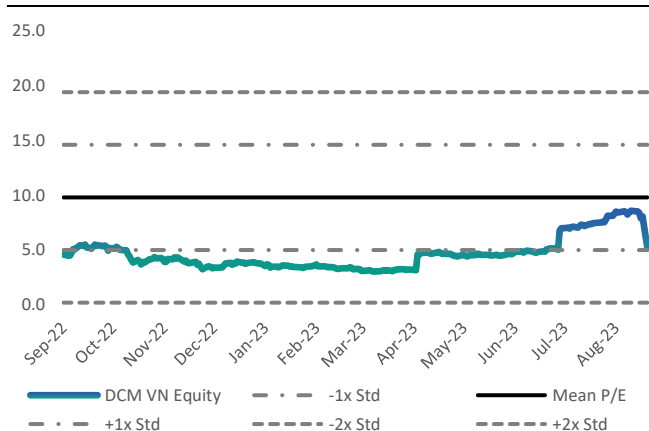
DCM là một trong những **doanh nghiệp phân bón hàng đầu** với **triển vọng cải thiện lợi nhuận mạnh mẽ trong 2024F (+145% YoY)** cùng bảng cân đối kế toán lành mạnh với lượng tiền mặt lớn **chúng tôi cho rằng DCM là lựa chọn hấp dẫn**, đặc biệt là trong bối cảnh giá Ure phục hồi như hiện tại.

Bảng: Một số chỉ tiêu định giá các doanh nghiệp ngành Phân bón

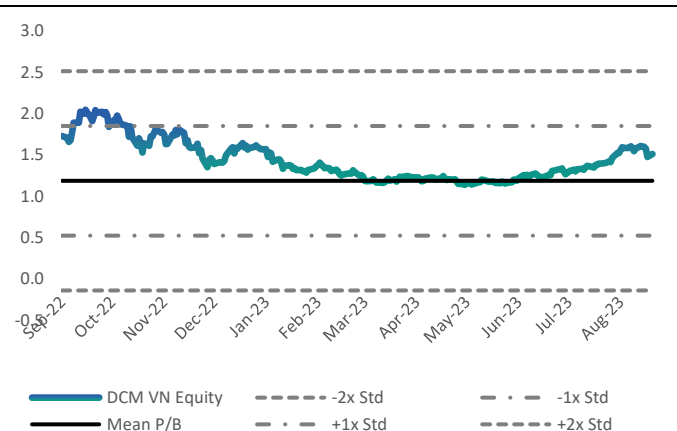
Mã	Tên công ty	Sàn	Vốn hoá (Tỷ VND)	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
DCM	Đạm Cà Mau	HOSE	16,306	7.19	1.47	1.18	4.18
DPM	Đạm Phú Mỹ	HOSE	15,282	6.10	1.22	1.04	4.94
DDV	DAP - Vinachem	UPCoM	1,557	23.94	0.91	0.50	8.07
LAS	Hóa chất Lâm Thao	HNX	1,343	14.02	1.01	0.39	8.28
BFC	Phân bón Bình Điền	HOSE	1,046	19.37	1.07	0.13	8.67
VAF	Phân lân Văn Điển	HOSE	497	12.74	1.07	0.54	9.41
PCE	Phân bón và Hóa chất DK Miền Trung	HNX	264	18.24	1.25	0.08	17.94
NFC	Phân lân Ninh Bình	HNX	186	7.55	0.96	0.28	5.29
HPH	Hóa Chất Hưng Phát Hà Bắc	UPCoM	130	10.24	1.20	1.29	4.31
Trung vị				12.7	1.1	0.5	8.1

Nguồn: FiinX, BSC Research

Hình: Định giá P/E



Hình: Định giá P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	9,870	15,925	10,655	11,075
Giá vốn hàng bán	(7,089)	(10,221)	(8,943)	(7,829)
Lợi nhuận gộp	2,781	5,703	1,712	3,246
Chi phí bán hàng	(420)	(698)	(520)	(524)
Chi phí QLDN	(528)	(653)	(420)	(404)
Lãi/lỗ HĐKD	1,955	4,593	772	2,318
Doanh thu tài chính	168	301	403	498
Chi phí tài chính	(45)	(60)	(53)	(62)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	2	3	3	3
Lợi nhuận trước thuế	1,956	4,596	1,125	2,757
Thuế thu nhập DN	(130)	(275)	(82)	(193)
LNST công ty mẹ	1,823	4,316	1,039	2,556
CĐTS	3	5	3	9
EBITDA	3,218	5,751	2,017	2,714
EPS	3,073	7,701	1,916	4,712

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền & TĐT	428	2,126	2,591	2,534
Đầu tư ngắn hạn	4,362	6,812	9,757	11,546
Phải thu ngắn hạn	187	188	179	170
Tồn kho	2,204	2,283	2,023	1,879
TS ngắn hạn khác	95	216	130	134
TS ngắn hạn	7,276	11,624	14,679	16,263
TS hữu hình	3,406	2,207	2,023	2,024
Khấu hao	1,386	1,398	1,245	396
TS dở dang dài hạn	66	33	-	-
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	324	303	194	237
TS dài hạn	3,796	2,543	2,217	2,261
Tổng Tài sản	11,072	14,167	15,935	17,152
Nợ phải trả	795	1,028	2,285	1,992
Vay ngắn hạn	689	3	744	773
Nợ ngắn hạn khác	1,703	1,843	1,505	1,549
Tổng Nợ ngắn hạn	3,187	2,874	4,535	4,314
Vay dài hạn	3	1	1	1
Nợ dài hạn khác	405	686	686	686
Tổng Nợ dài hạn	407	687	687	687
Tổng Nợ	3,594	3,561	5,221	5,001
Vốn góp	5,294	5,294	5,294	5,294
LN chưa phân phối	1,188	3,018	3,016	4,174
Vốn chủ khác	966	2,260	2,374	2,653
Cổ đông thiểu số	27	29	29	30
Tổng Vốn chủ sở hữu	7,478	10,605	10,713	12,151
Tổng nguồn vốn	11,072	14,167	15,935	17,152
SLCP lưu hành (Triệu)	529	529	529	529

LCTT (Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
(Lỗ)/LNST	1,956	4,596	1,125	2,757
Khấu hao và phân bổ	(1,388)	(1,391)	(1,245)	(396)
Thay đổi vốn lưu động	2,095	4,381	10,398	1,448
Điều chỉnh khác	84	749	193	250
LCTT từ HĐKD	2,569	5,732	2,517	2,891
Tiền chi mua TSCĐ	(838)	(192)	37	(42)
Đầu tư khác	(1,264)	(2,193)	(2,736)	(1,433)
LCTT từ HĐ đầu tư	(2,102)	(2,385)	(2,700)	(1,476)
Tiền chi trả cổ tức	(2,118)	(847)	(847)	(1,059)
Tiền thu khác	1,569	(784)	1,496	(414)
LCTT từ HĐ Tài chính	(549)	(1,631)	649	(1,473)
Dòng tiền đầu kỳ	510	428	2,143	2,591
Dòng tiền cuối kỳ	428	2,143	2,591	2,534

Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	2.4	4.5	4.8	5.9
Hố TT nhanh	1.7	3.6	4.1	5.2
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	32%	25%	32%	29%
Hệ số Nợ/VCSH	48%	34%	47%	41%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	78.2	80.1	55.1	90.9
Số ngày phải thu	7.5	4.3	6.3	5.7
Số ngày phải trả	90.4	86.9	109.3	156.6
CCC	-4.7	-2.5	-50.9	-59.9
Tỷ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	28%	36%	16%	29%
Lợi nhuận LNST	18%	27%	10%	23%
ROE	24%	41%	10%	21%
ROA	18%	34%	7%	15%
Định Giá				
PE	10.7	3.3	14.2	7.2
PB	2.6	1.3	1.3	1.5
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	31%	61%	-33%	4%
Tăng trưởng EBIT	285%	238%	-82%	300%
Tăng trưởng LNST	173%	135%	-76%	145%
Tăng trưởng EPS	302%	251%	-75%	146%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Toà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

