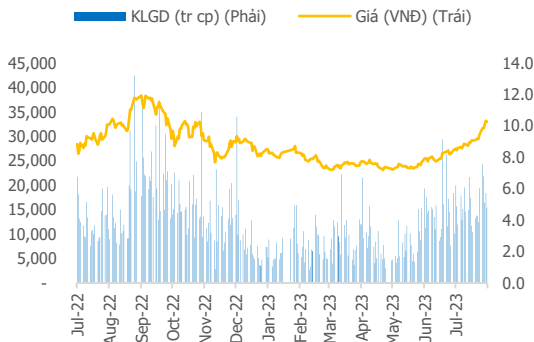


CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX: DCM)

Ngành	Phân bón
KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu	33,500
Giá hiện tại	33,000
Thay đổi	+1.5%
Ngày	4/8/2023

Một số chỉ tiêu chính	2022	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	15,925	12,905
LN gộp (tỷ VND)	5,703	2,785
EBIT (tỷ VND)	4,607	2,027
LN ròng (VND)	4,321	1,872
Tăng trưởng LNR (%)	136.6%	-56.1%
EPS (VND)	8,152	3,537
Tăng trưởng EPS (%)	136.7%	-56.0%
BVPS (VND)	20,033	21,563
ROE (%)	47.7%	17.0%
ROA (%)	34.2%	12.7%

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
GIÁ URÊ KỶ VỌNG PHỤC HỒI TRONG NỬA CUỐI NĂM 2023

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm sụt giảm mạnh so với mức nền kỉ lục cùng kỳ. Doanh thu và lợi nhuận kinh doanh trong kỳ giảm mạnh nguyên nhân chủ yếu do giá bán bình quân sản phẩm Urê suy giảm so với cùng kỳ, trong khi chi phí giá vốn và chi phí bán hàng đều tăng. Tuy nhiên, các kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh trong quý vẫn diễn ra một cách ổn định với sản lượng Urê sản xuất và tiêu thụ tuy thấp hơn so với mức đỉnh lịch sử năm 2022, nhưng vẫn cao hơn so với mức trung bình các năm trong quá khứ.

Giá Urê được kỳ vọng chạm đáy nửa đầu năm 2023 và phục hồi vào nửa cuối năm. Trong Quý 1/2023 giá phân bón Urê giảm mạnh do nguồn cung phục hồi và nhu cầu suy yếu ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của DCM. Tuy nhiên, giá Urê đã có sự phục hồi nhẹ trong tháng 7 sau khi chấm dứt chuỗi giảm kể từ cuối năm 2022 tạo động lực để giá Urê không điều chỉnh sâu hơn và sớm thiết lập mức giá cân bằng trở lại.

Thỏa thuận Sáng kiến Ngũ cốc Biển đen chấm dứt khiến cho lo ngại tích trữ và rủi ro tăng giá đối với phân bón. Việc Nga rút khỏi thỏa thuận ngũ cốc với Ukraine có thể tăng áp lực cho thị trường toàn cầu, nguy cơ gây mất an ninh lương thực nghiêm trọng. Điều này dẫn tới việc nhiều quốc gia tích cực tích trữ lương thực cũng như phân bón nhằm hỗ trợ việc gia tăng sản lượng nông sản trồng trọt.

Chúng tôi hạ dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2023 của DCM xuống mức 12,245 tỷ đồng và 1,853 tỷ đồng. Chúng tôi điều chỉnh giá định giá phân bón thế giới bình quân cả năm 2023 lên 350 USD/tấn cùng sản lượng tiêu thụ phân bón Urê lên hơn 900,000 tấn (+7.1% YoY) trong bối cảnh xu hướng xuất khẩu phân bón gia tăng.

Chúng tôi điều chỉnh định giá cổ phiếu DCM lên mức 33,500 đồng/cp (+1.5% so với giá đóng cửa ngày 4/8/2023), khuyến nghị **NĂM GIỮ** dựa trên các giả định (1) Giá phân bón Urê đã chạm đáy trong nửa đầu năm và phục hồi duy trì vào nửa cuối năm 2023; (2) Nguồn cung phân bón quốc tế thắt chặt trước những lo ngại về hạn chế xuất khẩu giúp thúc đẩy sản lượng xuất khẩu của DCM trong nửa cuối năm

Các yếu tố có ảnh hưởng tới kết quả định giá:

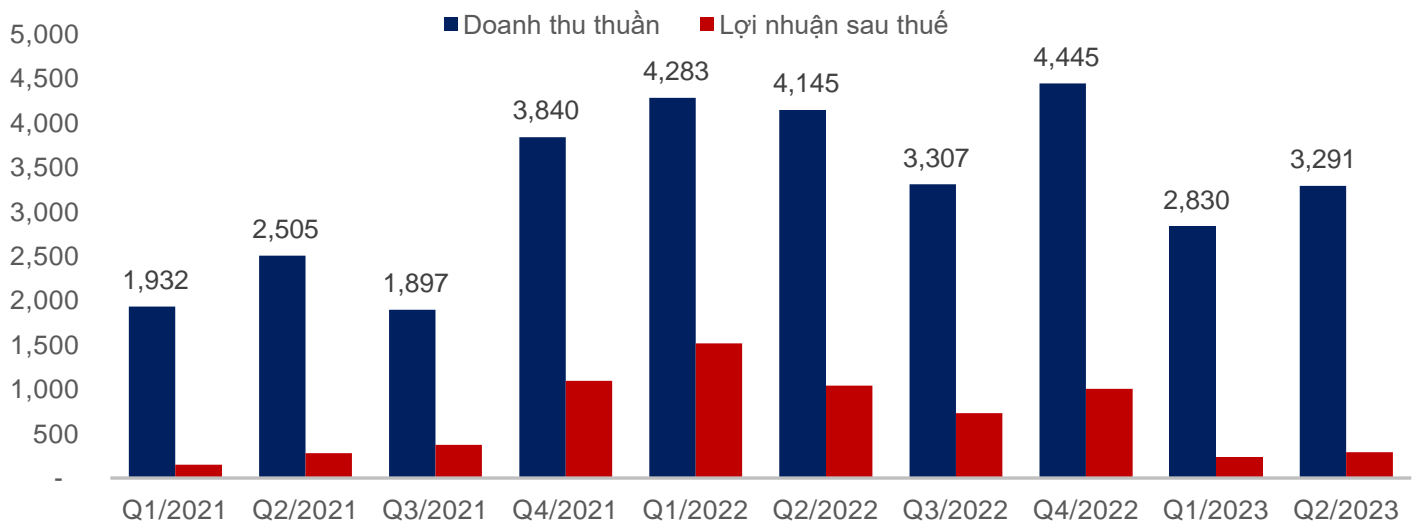
- (1) Giá phân bón chịu tác động của tình hình chính trị thế giới, nhu cầu tiêu dùng cũng như sản lượng sản xuất nông nghiệp.
- (2) Hiện ở trong nước, nguồn cung Urê đang dư thừa do đó kỳ vọng giá phân bón khó tăng mạnh.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm sụt giảm mạnh so với mức nền kỉ lục cùng kỳ.

Tổng doanh thu hợp nhất: Quý 2 năm 2023 tổng doanh thu thuần hợp nhất đạt 3.290,95 tỷ đồng, giảm 19,4% so với cùng kỳ năm 2022. Lũy kế 6 tháng đầu năm đạt 6.025,65 tỷ đồng, giảm 26,1% so với cùng kỳ (giảm 2.132,92 tỷ đồng), hoàn thành 44,8% kế hoạch doanh thu năm.

Lợi nhuận trước thuế: Quý 2 năm 2023 đạt 324,04 tỷ đồng, giảm 70,4% so với cùng kỳ năm 2022. Lũy kế 6 tháng đầu năm đạt 585,44 tỷ đồng, giảm 78,3% so với cùng kỳ, hoàn thành 40,1% kế hoạch lợi nhuận năm.

Doanh thu và lợi nhuận kinh doanh trong kỳ giảm mạnh do giá bán phân bón giảm mạnh. Trong Quý 2/2023, giá bán bình quân sản phẩm Urê giảm hơn 40% so với cùng kỳ, trong khi chi phí giá vốn và chi phí bán hàng đều tăng.

Doanh thu và lợi nhuận ròng DCM


Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

Doanh thu hoạt động tài chính tăng mạnh lên 145 tỷ đồng, gấp 2.2 lần cùng kỳ, phần lớn là lãi tiền gửi. Chi phí tài chính được hoàn lại hơn 400 triệu đồng (cùng kỳ phải chi hơn 13 tỷ đồng), nhờ giảm được khoản lỗ chênh lệch tỷ giá.

Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh trong quý vẫn diễn ra một cách ổn định với sản lượng Urê sản xuất và tiêu thụ thấp hơn so với mức đỉnh lịch sử năm 2022, nhưng vẫn cao hơn so với mức trung bình các năm trong quá khứ.

TT	Chỉ tiêu sản lượng (Nghìn tấn)	KH năm 2023	Kết quả thực hiện			KH tháng 07/2023
			Tháng 05/2023	Tháng 06/2023	Lũy kế 06 tháng ĐN 2023	
A	B	1	2	3	4	5
1	Sản xuất các sản phẩm					
-	Đạm Cà Mau (Urê quy đổi)	882,00	84,08	81,95	492,43	81,29
	<i>Trong đó: - Đạm chức năng</i>	100,00	6,01	11,40	41,48	5,15
-	NPK	160,00	26,11	4,94	83,52	15,08
2	Tiêu thụ sản phẩm					
-	Urê	759,91	92,14	56,42	441,25	60,00

	<i>Trong đó: - Tiêu thụ trong nước</i>	534,91	72,87	36,25	298,79	50,00
	<i>Trong đó: - Xuất khẩu</i>	225,00	19,27	20,17	142,46	10,00
-	Đạm chức năng	100,00	16,51	8,11	34,39	6,30
-	NPK	160,00	9,53	38,25	55,70	11,00
-	Phân bón tự doanh	211,00	21,74	5,30	82,56	18,70

Urê Cà Mau: Sản lượng sản xuất 6 tháng đầu năm 2023 đạt 492,43 nghìn tấn, tăng 3,8% so với cùng kỳ năm 2022. Hoàn thành 55,8% kế hoạch năm.

NPK Cà Mau: Sản lượng sản xuất 6 tháng đầu năm 2023 đạt 83,52 nghìn tấn, hoàn thành 52,2% kế hoạch năm.

Các sản phẩm từ gốc Urê: Sản lượng sản xuất 6 tháng đầu năm 2023 đạt 41,48 nghìn tấn, hoàn thành 41,5% kế hoạch năm

Sản lượng tiêu thụ kinh doanh Quý 2/2023

Trong 6 tháng đầu năm 2023 thị trường phân bón đối mặt với nhiều biến động do giá Urê giảm mạnh và tình hình cung cầu thay đổi. Việc Nga và Trung Quốc đưa hoạt động xuất khẩu Urê trở lại bình thường sau dịch Covid-19 khiến lượng Urê toàn cầu tăng cao. Bên cạnh đó, do giá khí giảm mạnh so với năm 2022 cũng giúp cho hàng loạt doanh nghiệp sản xuất phân bón tại Châu Âu đưa trở lại hoạt động sản xuất kinh doanh, điều này đưa tình hình cạnh tranh ngày càng trở nên gay gắt.

Tình hình hoạt động kinh doanh phân bón quý 2/2023 như sau:

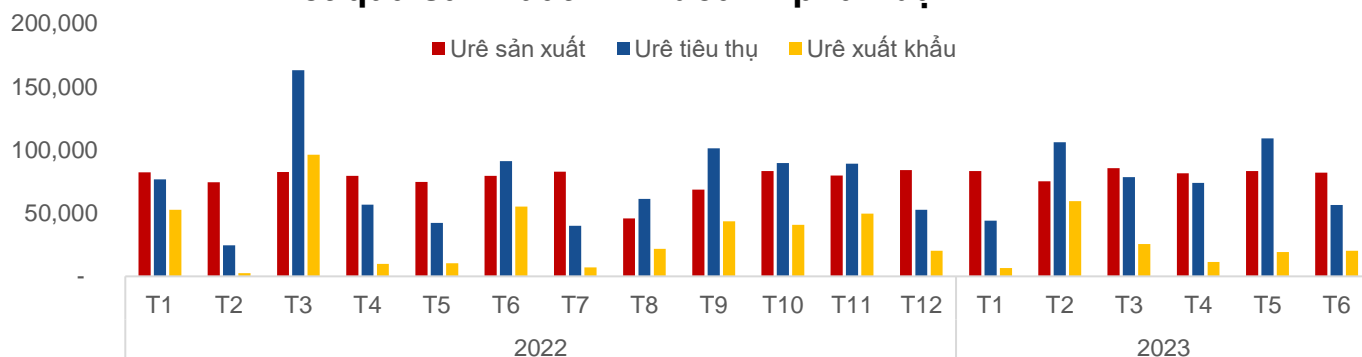
Urê Cà Mau: Sản lượng tiêu thụ 6 tháng đầu năm 2023 đạt 441,25 tấn, trong đó tiêu thụ trong nước đạt 298,79 nghìn tấn, xuất khẩu đạt 142,46 nghìn tấn. Hoàn thành 58,1% kế hoạch năm về sản lượng kinh doanh Urê.

NPK Cà Mau: Sản lượng tiêu thụ 6 tháng đầu năm 2023 đạt 55,7 nghìn tấn, hoàn thành 34,8% kế hoạch sản lượng kinh doanh năm 2023.

Các sản phẩm từ gốc Urê: Sản lượng tiêu thụ 6 tháng đầu năm 2023 đạt 34,39 nghìn tấn, hoàn thành 34,4% kế hoạch sản lượng kinh doanh năm 2023.

Phân bón tự doanh: Sản lượng tiêu thụ 6 tháng đầu năm 2023 đạt 82,56 nghìn tấn, hoàn thành 39,1% kế hoạch sản lượng kinh doanh năm 2023.

Kết quả sản xuất kinh doanh phân đạm PVCFC



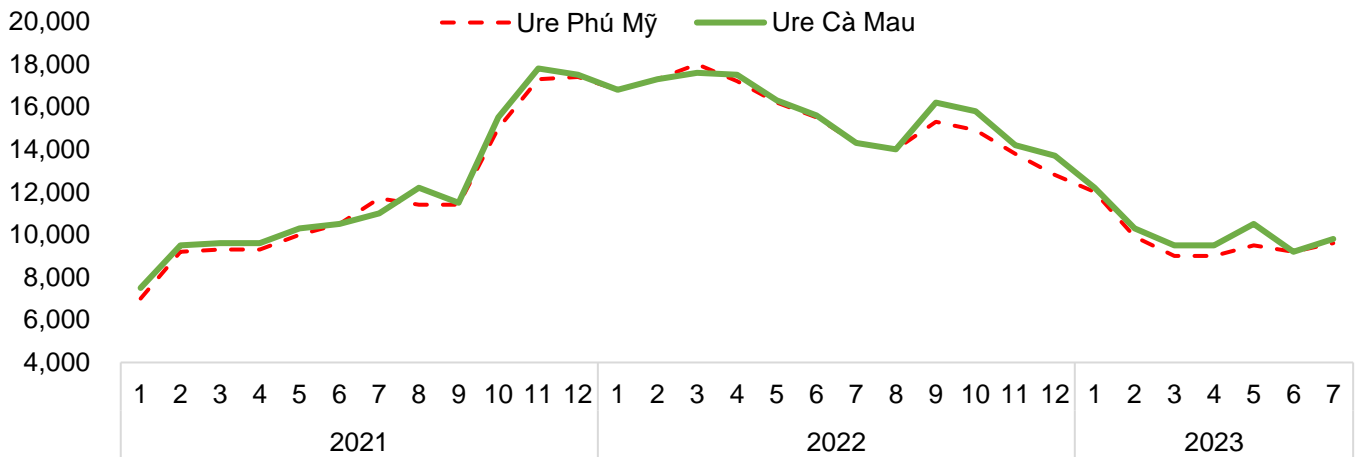
Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

Giá Urê được kỳ vọng chạm đáy nửa đầu năm 2023 và phục hồi vào nửa cuối năm.

Theo dự báo của Worldbank (báo cáo 04/2023), giá Urê ước giảm 37% trong năm 2023 và tiếp tục giảm 7% trong năm 2024. Như vậy, với việc giá Urê thế giới đã giảm mạnh tới 36% ngay trong quý 1/2023 (giá Urê Việt Nam cũng giảm tương ứng 30,7%) ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của DCM đã tạo động lực để giá Urê không điều chỉnh sâu hơn và sớm thiết lập mức giá cân bằng trở lại.

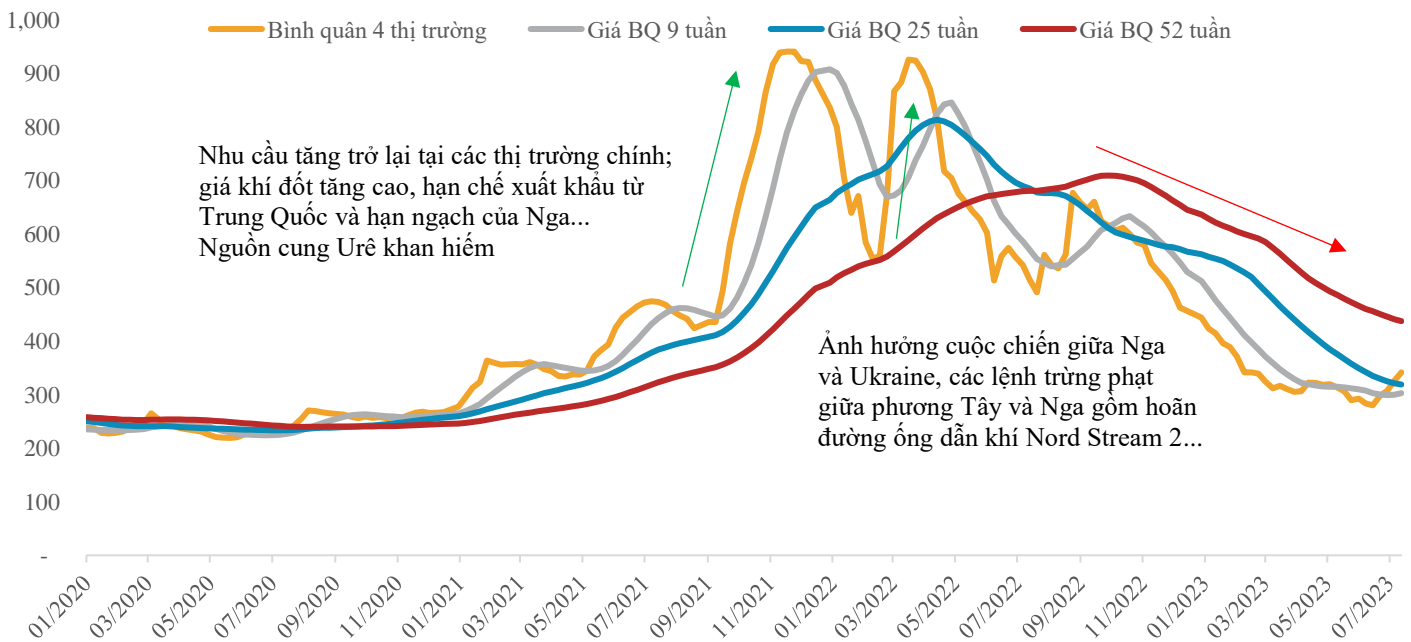
Tuy nhiên giá Urê đã có sự hồi phục nhẹ trong tháng 7 khi chấm dứt chuỗi giảm giá dài hạn kể từ cuối tháng 9 năm 2022. So với cùng kỳ năm trước, hiện giá phân bón đã giảm 30% - 50% tùy loại. Đây là mức thấp nhất trong vòng 02 năm trở lại đây.

Diễn biến giá Urê tại Việt Nam năm 2021 - 2023



Nguồn: AgroMonitor, PSI tổng hợp

Diễn biến giá Urê hạt đục trên thế giới 2020 - 2023



Nguồn: PSI tổng hợp

Thỏa thuận Sáng kiến Ngũ cốc Biển đen chấm dứt khiến cho lo ngại khủng hoảng thiếu hụt lương thực toàn cầu tăng lên.

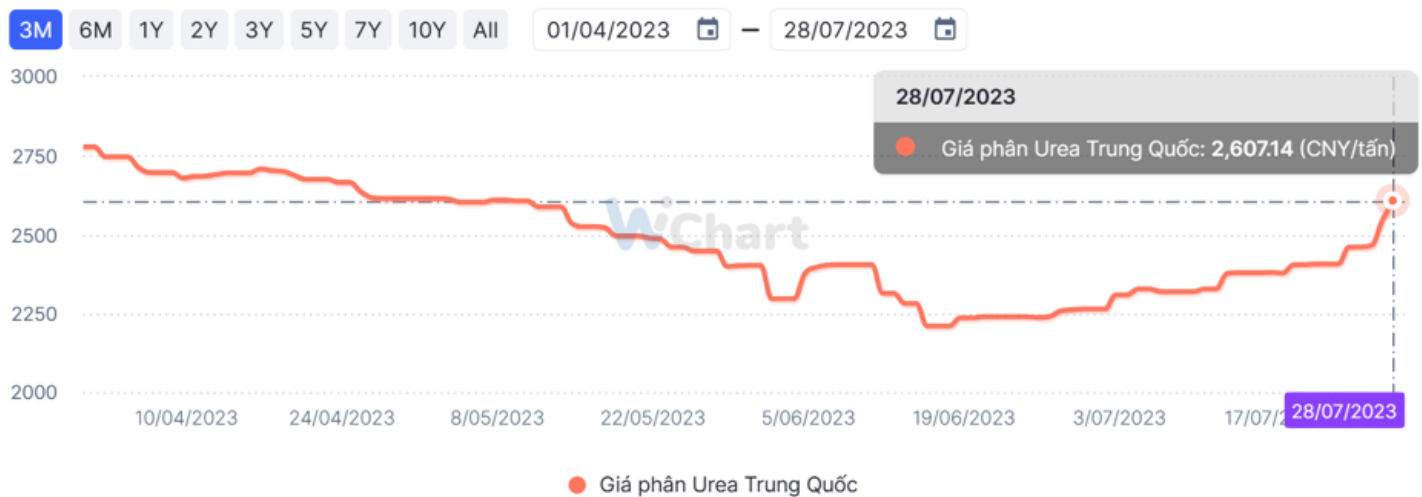
Việc Nga rút khỏi thỏa thuận ngũ cốc với Ukraine có thể tăng áp lực cho thị trường toàn cầu, nguy cơ gây mất an ninh lương thực nghiêm trọng. Điều này dẫn tới việc nhiều quốc gia tích cực tích trữ lương thực cũng như phân bón nhằm hỗ trợ việc gia tăng sản lượng nông sản trồng trọt.

Tại Trung Quốc, tuần qua xuất hiện những mối lo ngại về chính sách hạn chế xuất khẩu Urê trở lại liên quan đến vấn đề an ninh lương thực của “quốc gia tỷ dân”. Tính đến ngày giao dịch cuối tuần 28/7, giá Urê đóng cửa tại Trung Quốc đã đạt ngưỡng 2,607.14 CNY/tấn.

Theo Argus Nitrogen, Tập đoàn China Coal đã ngừng vận chuyển các đơn hàng Urê mới đến cảng biển để tiến hành xuất khẩu. Tại các địa phương ở Trung Quốc, giá Urê thiết lập những mức khác nhau nhưng điểm chung đều là tăng mạnh so với 3 tháng gần nhất.

Ở khu vực Trung Đông, giá Urê thiết lập mức đỉnh mới trong vòng 3 tháng với mức giá 384,6 USD/Tấn. Tại châu Phi, Nigeria đã cắt giảm sản lượng xuất khẩu do thiếu hụt nguồn cung khí đốt trầm trọng.

Trước những lo ngại về thiếu hụt nguồn cung, giá Urê tại Mỹ đã tăng 18% trong tuần qua.



Nguồn: Wichart, PSI tổng hợp.

Tuy nhiên hiện tượng El Nino sẽ tác động lớn đến sản xuất nông nghiệp, làm giảm nhu cầu tiêu thụ phân bón. Thời tiết khắc nghiệt ảnh hưởng đến mùa vụ trồng trọt tại các quốc gia. Trong đó, Brazil và Ấn Độ là những nhà sản xuất nông nghiệp hàng đầu thế giới và đồng thời cũng là hai quốc gia nhập khẩu phân bón lớn nhất. El Nino sẽ làm mùa mưa đến muộn, kết thúc sớm và lượng mưa ít hơn trung bình, gây ảnh hưởng khá nhiều đến sản xuất nông nghiệp của Ấn Độ, nơi phần lớn diện tích sản xuất phụ thuộc vào nguồn nước tự nhiên vào mùa mưa. Điều này dẫn đến nhu cầu tiêu thụ phân bón toàn cầu suy yếu. Bên cạnh đó, Ấn Độ đang lên kế hoạch cắt giảm sự phụ thuộc vào Urê nhập khẩu bằng cách thay thế bằng phân Urê nano sản xuất trong nước vào năm 2025.

Hiện ở trong nước, nguồn cung Urê đang dư thừa. Riêng nguồn cung phân bón cho vụ Đông Xuân 2022 - 2023 từ công suất sản xuất phân đạm urê của 4 nhà máy thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) đã lên tới 2.5 triệu tấn/năm. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ trong nước chỉ khoảng 1.6 – 1.8 triệu tấn/năm.

Do đó giá phân bón nhiều khả năng đã chạm đáy nhưng khó có thể tăng mạnh trong những tháng cuối năm 2023.

Chúng tôi hạ dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2023 của DCM xuống mức 12,245 tỷ đồng và 1,853 tỷ đồng dựa trên các giả định chính dưới đây:

- (1) Điều chỉnh giá phân bón trung bình cả năm 2023 lên 350 USD/tấn.
- (2) Nâng giả định sản lượng tiêu thụ phân bón năm 2023 lên 900,000 tấn (+7% YoY) do nhu cầu nhập khẩu từ các nước trên thế giới gia tăng trong bối cảnh khủng hoảng an ninh lương thực.
- (3) DCM sở hữu cơ cấu tài chính khỏe mạnh. Ngoài ra, doanh nghiệp nắm giữ hơn 2.14 ngàn tỷ đồng tiền mặt và các khoản tương đương, cùng hơn 8.37 ngàn tỷ đồng tiền gửi kỳ hạn 3-12 tháng. Tổng cộng hơn 10.5 ngàn tỷ đồng, tăng 18% so với đầu năm.

Điều này giúp duy trì cổ tức tiền mặt đều đặn qua nhiều năm.

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 4 phương pháp định giá là Chiết khấu cổ tức (DDM), FCFE và phương pháp so sánh P/E và P/B. 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)
Chiết khấu cổ tức (DDM)	20%	30,969
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	20%	29,686
P/E	30%	49,019
P/B	30%	22,209
Tổng hợp kết quả định giá		33,499

Khuyến nghị:

Kết hợp định giá dựa trên các phương pháp định lượng và theo dõi biến động giá của cổ phiếu DCM trên thị trường, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu DCM.



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.