

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 14 tháng 09 năm 2023

DCM – TRUNG LẬP

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

(ngày 14/09/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	33.600
KLGD TB 10 ngày	6.058.360
Vốn hoá (tỷ đồng)	18.079
SL CPLH (triệu CP)	529,4
Giá mục tiêu	36.424
Upside	+8,4%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Hồng Mộng Thy
phmthy@vcbs.com.vn
+84-2838208117 ext 640

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

**DCM – LỢI NHUẬN GIẢM SO VỚI MỨC KỶ LỤC NĂM 2022
NHÀ MÁY URÊ HẾT KHẤU HAO HỖ TRỢ LỢI NHUẬN**

TRIỂN VỌNG

- **Nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2023 được dự báo đi ngang so với năm 2022.** Sản lượng urê nửa cuối năm được dự báo cải thiện so với nửa đầu năm do nhu cầu tăng cao trong vụ Thu Đông và Đông-Xuân.
- **Giá phân bón kỳ vọng đã tạo đáy nửa đầu năm và hồi phục vào nửa cuối năm 2023. Giá urê Thế giới được kỳ vọng hồi phục kể từ quý 3 do** (1) nhu cầu phân bón thế giới được kỳ vọng cao hơn trong nửa cuối năm (yếu tố mùa vụ) (2) Nguồn cung khan hiếm vào nửa cuối năm. **Giá urê trong nước có thể đã đạt mức thấp và khó giảm sâu hơn nữa, kỳ vọng giá urê sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2023,** tuy nhiên khó tăng mạnh như trong năm 2021 và 2022.
- **Nhà máy urê hết khấu hao kể từ quý IV.2023 sẽ thúc đẩy lợi nhuận doanh nghiệp từ năm 2024.** Chi phí khấu hao máy móc thiết bị trên doanh thu sẽ giảm từ mức 7% trong năm 2023 về gần 1% trong giai đoạn 2024-2029 (chủ yếu là chi phí khấu hao nhà máy NPK). Điều này sẽ giúp doanh nghiệp giảm chi phí và mở rộng BLNG, qua đó thúc đẩy lợi nhuận kể từ năm 2024.
- **Giá khí đầu vào chúng tôi ước tính giảm 12% yoy theo đà giảm 18% yoy của giá dầu sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận doanh nghiệp trong bối cảnh giá bán urê dự kiến giảm 36% so với mức nền cao cùng kỳ.**

Chúng tôi đưa dự phóng dựa trên giả định giá urê cho năm 2023 ở mức 430 USD/tấn, giá dầu Brent 82,62 USD/thùng. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2023F đạt 12.323 tỷ đồng (-23% yoy), LNTT năm 2023F đạt 1.632 tỷ đồng (-64% yoy).

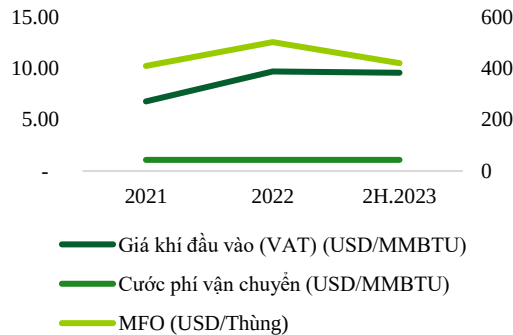
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dòng tiền DCF đưa ra giá mục tiêu của DCM là **36.424 đồng/cp** (+8,4% so với giá đóng cửa ngày 14/09/2023). Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với DCM.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (Tỷ đồng)	9.870	15.925	12.323	11.977
+/- yoy (%)	31%	61%	-23%	-3%
LNTT (Tỷ đồng)	1.956	4.596	1.632	2.045
+/- yoy (%)	173%	135%	-64%	25%
ROA (%)	16%	31%	11%	12%
ROE (%)	25%	41%	13%	14%
EPS - TTM (đồng)	3.073	7.703	2.630	2.866

NHÌN LẠI KQKD 1H.2023

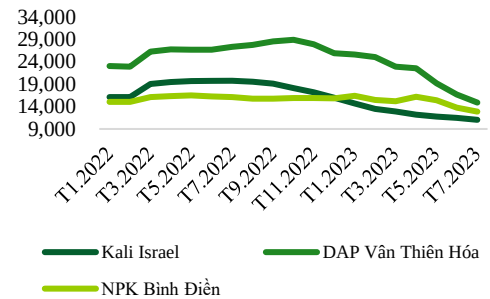
	Chỉ tiêu	Q2/2023	1H.2023	2023F	Diễn giải
	Gía khí (mmbtu)	9.5	9.58		Việc thay đổi tỷ lệ mua ngoài cố định từ 10% sang mức tỷ lệ mua ngoài theo tỷ lệ thực tế sử dụng của cả cụm Khí – Điện – Đạm đã khiến giá khí tăng cao, do tỷ lệ mua ngoài thực tế cao hơn 10% khi giá khí mua ngoài ước tính cao gấp đôi so với giá khí mua từ PVN.
	+/-%	-4%	2%		
	Sản lượng urê tiêu thụ (Nghìn tấn)	218	441	760	Sản lượng chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ mặc dù giá phân bón đã giảm mạnh chủ yếu do: (1) Nguồn cung thế giới dư thừa nên phân bón xuất khẩu ngày càng cạnh tranh gay gắt (2) Nhu cầu phân bón trong nước diễn biến chậm vào quý 1 do vào mùa thấp điểm. Tuy nhiên đã tăng trở lại khi bước vào mùa gieo trồng mới kể từ quý 2 giúp sản lượng tiêu thụ duy trì ở mức tương đương cùng kỳ.
	+/-%	14%	2%	58%	
	Gía bán urê (VND/kg)	9,081	9,682		1H2023 giá urê thế giới giảm 45% yoy và giá bán urê của DCM bám sát với biến động giá urê thế giới. Giá bán urê Thế giới giảm mạnh chủ yếu do nguồn cung dồi dào trong bối cảnh nhu cầu suy yếu: (1) Nga và Trung Quốc gia tăng xuất khẩu. (2) Nguồn cung khí đốt thế giới không còn khan hiếm đã đẩy giá khí đốt tự nhiên xuống thấp giúp các nhà máy sản xuất phân bón ở Châu Âu hoạt động trở lại. (3) Nhu cầu tiêu thụ trong nước chỉ tương đương cùng kỳ.
	+/-%	-39%	-37%		
	DT thuần (tỷ đồng)	3,290	6,025	13,459	Doanh thu giảm chủ yếu do giá bán phân bón giảm 37% yoy trong khi sản lượng tiêu thụ chỉ tương đương cùng kỳ.
	+/-%	-19%	-26%	46,5%	
	Biên LNG (%)	11%	16%		BLNG sụt giảm do giá urê và giá khí đầu vào diễn biến trái chiều
	<i>Điểm phần trăm</i>	-22	-25		
	LNST (tỷ đồng)	290	520	1383	Nguyên nhân chủ yếu khiến LNST giảm mạnh là do giá bán phân bón giảm so với mức nền cao 2022 và chi phí bán hàng tăng 22% yoy.
	+/-%	-72%	-80%	38%	

Biến động giá khí đầu vào DCM và giá dầu FO



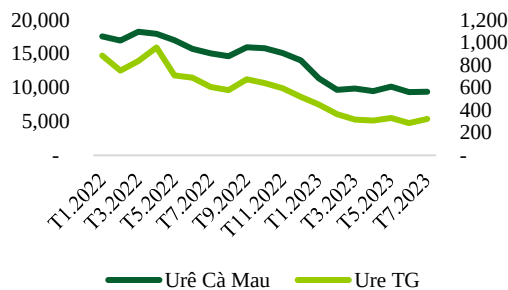
Nguồn: DCM, VCBS ước tính

Biến động giá bán Kali, DAP và NPK trong nước



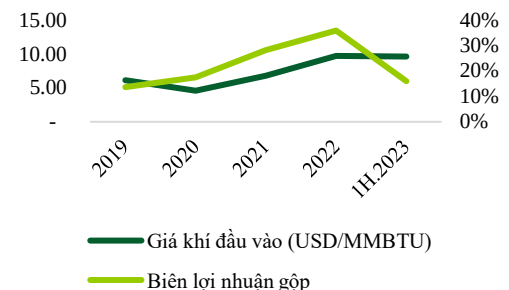
Nguồn: Agromonitor, VCBS tổng hợp

Biến động giá Urê Thế giới và Urê Cà Mau



Nguồn: Agromonitor, Bloomberg, VCBS tổng hợp

Biến động giá khí đầu vào và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: DCM, VCBS ước tính và tổng hợp

Nguyên tắc phân bổ khí mới được thông qua tại ĐHCĐ năm 2023

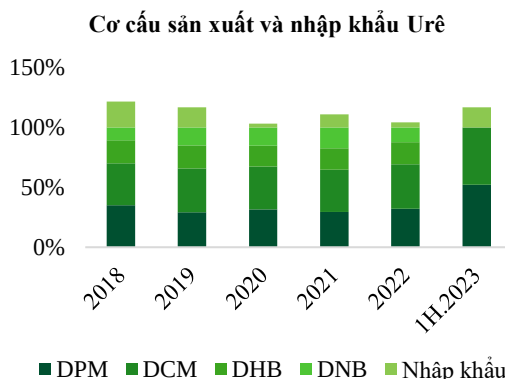
Trong giai đoạn 2020-2021, theo quy định tại Nghị quyết số 663/HĐTV-DKVN, cơ cấu nguồn khí sử dụng cho nhà máy DCM gồm 90% lượng khí tiêu thụ được mua từ quyền nhận của PVN và 10% còn lại được mua bổ sung từ Petronas. Với cơ chế này, DCM được hưởng lợi do tỷ trọng lượng khí mua ngoài của DCM được đảm bảo tỷ trọng cố định ở mức thấp 10%.

Tuy nhiên, kể từ 01/01/2023 trở đi: Lượng khí thuộc quyền nhận của PVN sẽ phân bổ đều cho cụm KDD bao gồm nhà máy Đạm Cà Mau, các nhà máy Điện Cà Mau và nhà máy GPP Cà Mau theo tỷ trọng tiêu thụ thực tế của cả cụm. Lượng khí còn thiếu sẽ được bổ sung bằng khí bổ sung mua từ Petronas. Như vậy việc thay đổi tỷ lệ khí mua ngoài sẽ làm tăng giá khí đầu vào của công ty do (1) tỷ lệ mua ngoài sẽ cao hơn mức cố định 10% và (2) giá khí mua ngoài từ Petronas ước tính cao gấp đôi so với giá khí mua từ PVN.

Hiện tại DCM đang tạm trích chi phí giá khí trong năm 2023 theo tỷ lệ phân bổ giữa lượng khí mua từ quyền nhận của PVN và mua ngoài từ Petronas là 50-50, sau đó sẽ quyết toán lại theo tỷ lệ tiêu thụ thực tế với PVN vào cuối năm. Do đó mức giá khí trong 5T.2023 là 9,58 USD/mmmtu là giá khí được DCM tạm trích trước khi quyết toán vào cuối năm với PVN.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2023 được dự báo đi ngang so với năm 2022. Nhu cầu nội địa dự báo cải thiện nửa cuối năm 2023.



Nguồn: DPM, DCM, DHB, Đạm Ninh Bình, VCBS tổng hợp

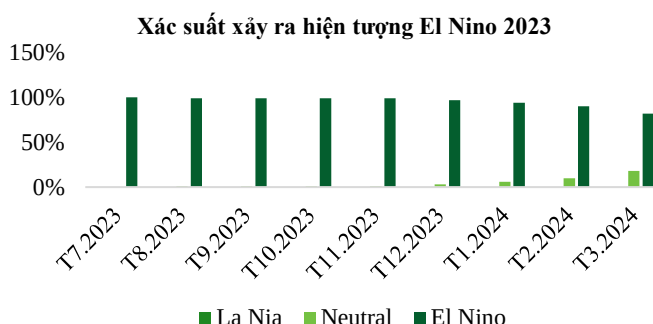
Thế giới: Theo dự báo của Argus, nhu cầu tiêu thụ trong nửa cuối năm 2023 được dự báo tăng, tập trung ở Ấn Độ và Brazil. Ấn Độ cần nhập khẩu 4.5-5 triệu tấn urê trong nửa cuối năm. Nhu cầu ở Đông Nam Á rất thấp với nhiều quốc gia trong khu vực đang ở thời kỳ trái vụ. Tại Thái Lan, mùa vụ tiếp theo sẽ bắt đầu vào tháng 11 và bắt đầu nhập khẩu phân bón từ tháng 10. Tuy nhiên hiện tượng El Nino làm giảm nhu cầu phân bón tại Thái Lan do đang trải qua thời kỳ khô hạn nghiêm trọng khiến hoạt động nông nghiệp giảm. Tại Nam Mỹ, nhu cầu nhập khẩu đang tăng lên. Điều kiện thời tiết thuận lợi đã thúc đẩy nhu cầu urê của Argentina. Châu Phi cận Saharan (Mozambique, Tanzania và Nam Phi) hiện đang mùa cao điểm về nhu cầu, ước tính khoảng 370 nghìn tấn sẽ chuyển đến Nam Phi và các nước Đông Phi trong nửa cuối năm.

	Nhu cầu nhập khẩu 7T.2023 (triệu tấn)	Ước tính nhu cầu 2H.2023 (triệu tấn)	Nhu cầu nhập khẩu năm nay (triệu tấn)	+/-yoy	Triển vọng
US	5	0,4	5,4	13%	Sự gia tăng đột ngột và ngắn hạn về nhu cầu đã kết thúc
Ấn Độ	6,5	2,6	9,1	-4%	Đầu thầu đầu tháng 8 và chuyển hàng vào 26/9
Thái Lan	2,1-2,2	1,4	1,4	-33%	Hiện tại đã hết mùa vụ, mùa vụ mới bắt đầu tháng 11
Brazil	7,8	4,3	12,1	57%	Đã ký kết 450.000 tấn
Thổ Nhĩ Kỳ	2,7	2	4,7	104%	Nhập khẩu dự báo tăng vào quý 4
Úc	2,6	0,2	2,8	12%	Đỉnh nhu cầu mùa vụ đã qua

Pháp	1,7	0,3	2	54%	Chi phí sản xuất giảm so với mức nền cao năm 2022, giúp các nhà máy nội địa hoạt động trở lại, giảm nhu cầu nhập khẩu
------	-----	-----	---	-----	---

Nguồn: Ước tính của Argus

Trong nước: Sản lượng urê được dự báo cải thiện trong nửa cuối năm 2023 do nhu cầu vụ Thu Đông và Đông - Xuân trong nước tăng cao. Thị trường urê nội địa suy giảm trong quý 1, chủ yếu do nhu cầu diễn biến chậm vào mùa thấp điểm. Tuy nhiên bắt đầu từ quý 2, nhu cầu cải thiện hơn nhờ mùa gieo trồng mới. Tại khu vực ĐBSCL sẽ bắt đầu gieo và chăm bón từ tháng 4, trong khi một số khu vực thuộc Đồng Tháp, Kiên Giang, Cần Thơ sẽ bắt đầu xuống giống lúa thu đông vào cuối tháng 6. Tại khu vực miền trung, dự báo cũng sẽ gia tăng do nhu cầu chăm bón cho vụ hè thu. Tại miền Bắc, nhu cầu được dự báo tăng khi chuẩn bị cho vụ lúa Đông Xuân, đây là thời điểm tiêu thụ phân bón lớn nhất năm.

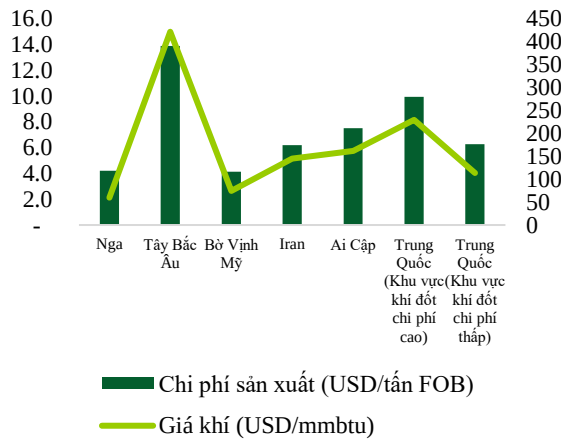


Nguồn: IRI, VCBS tổng hợp

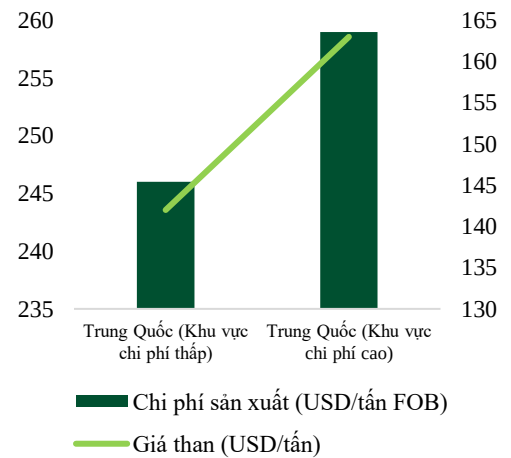
Giá phân bón kỳ vọng đã tạo đáy nửa đầu năm và hồi phục vào nửa cuối năm 2023.

Giá urê Thế giới được kỳ vọng hồi phục kể từ quý 3 do (1) nhu cầu phân bón thế giới được kỳ vọng cao hơn trong nửa cuối năm (yếu tố mùa vụ), đặc biệt ở 2 thị trường nhập khẩu phân urê lớn nhất thế giới là Brazil và Ấn Độ. Sáng kiến Biển Đen giữa Nga và Ukraine chấm dứt có thể khiến giá nông sản tăng mạnh, dẫn đến giá phân urê phục hồi ở các quốc gia do sức mua tăng. **El Nino (2) Nguồn cung khan hiếm vào nửa cuối năm.** Sản xuất ở EU dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp, do giá thành sản xuất urê ở khu vực này vẫn ở mức 380-390 USD/tấn (với chi phí giá khí ở EU hiện đạt 14 USD/mmBTU), cao hơn nhiều so với chi phí nhập khẩu urê từ Ai Cập. Do đó, công suất urê ở khu vực châu Âu vẫn sẽ chưa được cải thiện mặc dù giá khí ở châu Âu đã hạ nhiệt. Nhà máy sản xuất ở Malaysia, Brunei và Indonesia đang trong quá trình bảo dưỡng. Tại khu vực Trung Đông, Chính phủ Ai Cập quyết định gia hạn vô thời hạn việc cắt giảm 30% nguồn cung khí đốt đối với tất cả các nhà sản xuất phân urê tại nước này, ảnh hưởng lớn đến nguồn cung toàn cầu. Nga tiếp tục áp đặt hạn ngạch mới ở mức 16,3 triệu tấn cho xuất khẩu phân bón. Trong đó 10,66 triệu tấn hạn ngạch áp dụng cho phân urê, UAN và AN, có hiệu lực từ ngày 1/6 đến ngày 30/11/2023. Theo thông tin từ Bloomberg, Trung Quốc ngày 2/9 vừa qua đã yêu cầu một số nhà sản xuất phân bón tạm dừng xuất khẩu urê và điều này sẽ gia tăng nguy cơ thắt chặt nguồn cung phân bón toàn cầu.

Chi phí sản xuất Urê một số khu vực trên Thế giới



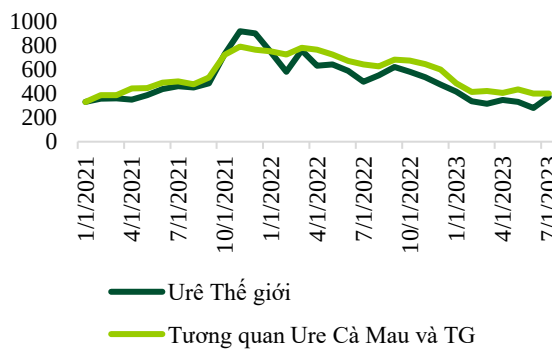
Chi phí sản xuất Urê từ than



Nguồn: Argus, VCBS tổng hợp

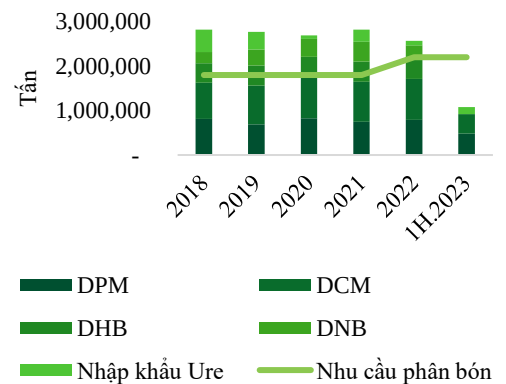
Giá urê trong nước có thể đã đạt mức thấp và khó giảm sâu hơn nữa, kỳ vọng giá urê sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2023, tuy nhiên khó tăng mạnh như trong năm 2021 và 2022, trừ khi có biến động địa chính trị bất ngờ xảy ra. Nguồn cung urê trong nước đang dư thừa. Riêng nguồn cung phân bón từ công suất sản 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. Giá urê trong nước biến động tương quan với giá urê Thế giới, do đó kỳ vọng giá urê sẽ phục hồi theo xu hướng giá phân bón thế giới trong 2H.2023.

Tương quan biến động giá urê Cà Mau và giá urê Thế giới



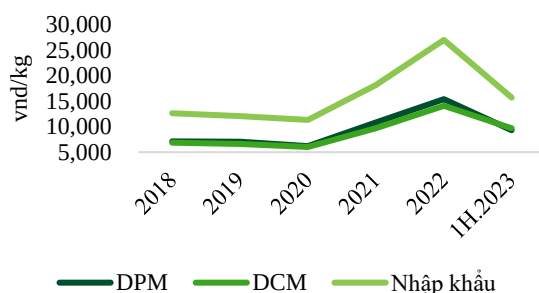
Nguồn: DCM, Bloomberg, VCBS tổng hợp

Cung cầu phân bón



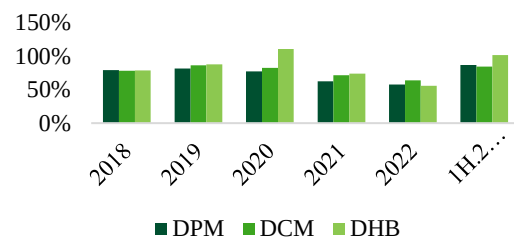
Nguồn: DPM, DCM, DHB, Đạm Ninh Bình, GSO, VCBS tổng hợp

Giá bán Urê trong nước



Nguồn: DPM, DCM, GSO, VCBS tổng hợp

Chi phí giá vốn trên doanh thu giữa doanh nghiệp sản xuất urê bằng khí và bằng than

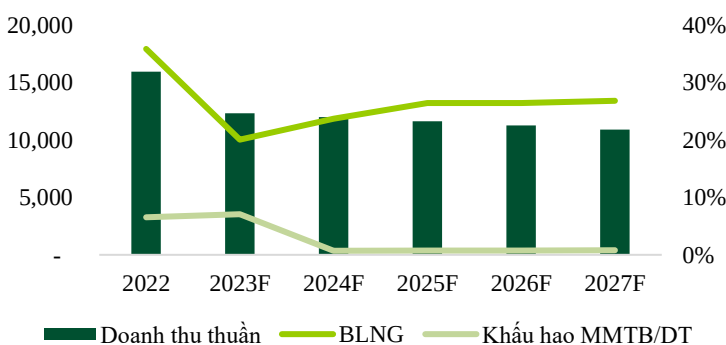


Nguồn: DPM, DCM, DHB, VCBS tổng hợp

Nhà máy urê hết khấu hao kể từ quý IV.2023 sẽ thúc đẩy lợi nhuận doanh nghiệp từ năm 2024

Nhà máy dự kiến sẽ hết khấu hao kể từ quý IV.2023, chi phí khấu hao ước tính trong năm 2023 hơn **800 tỷ đồng**. Nhà máy urê DCM đi vào hoạt động từ quý IV.2011, được sử dụng chính sách khấu hao đường thẳng trong vòng 12 năm với chi phí khấu hao hằng năm gần 1.000 tỷ đồng/năm. Do đó, chi phí khấu hao máy móc thiết bị trên doanh thu sẽ giảm từ mức 7% trong năm 2023 về gần 1% trong giai đoạn 2024-2029 (chủ yếu là chi phí khấu hao nhà máy NPK). Điều này sẽ giúp doanh nghiệp giảm chi phí và mở rộng BLNG, qua đó thúc đẩy lợi nhuận kể từ năm 2024.

Biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ chi phí khấu hao MMTB trên doanh thu thuần DCM



Nguồn: DCM, VCBS tổng hợp

Giá khí đầu vào ước tính giảm theo đà giảm của giá dầu, hỗ trợ biên lợi nhuận doanh nghiệp

Giá khí 6 tháng đầu năm đang được DCM tạm trích dựa trên tỷ lệ mua từ quyền nhận của PVN và mua ngoài từ Petronas là 50%-50%. Hiện tượng El Niño trở lại trong năm 2023 sẽ gây khô hạn, làm giảm lượng điện huy động từ thủy điện, từ đó thúc đẩy nhu cầu huy động từ các nhà máy nhiệt điện, vì vậy nhu cầu tiêu thụ khí của hai nhà máy Điện Cà Mau 1 và 2 sẽ gia tăng kể từ năm 2023. Tuy nhiên theo tỷ lệ mua ngoài từ Petronas chiếm 28,5% trong cơ cấu nguồn tiêu thụ khí năm 2022 của nhà máy Đạm Cà Mau, chúng tôi dự báo tỷ lệ này sẽ tăng lên 35% kể từ năm 2023 theo nguyên tắc phân bổ khí mới do nhu cầu tiêu thụ khí của hai nhà máy Điện Cà Mau 1 và 2 sẽ gia tăng khi chu kỳ El Niño trở lại trong năm 2023.

Giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu Brent được dự báo bởi EIA. EIA dự báo dầu Brent giao ngay trung bình là 82,62 USD/thùng (-18% yoy) trong năm 2023.

Dự báo giá dầu Brent	2023F
Bof	80 USD/thùng
EIA	82,62 USD/thùng
WorldBank	84 USD/thùng

Nguồn: Bof, EIA, WB, FS, VCBS tổng hợp

Theo đó, chúng tôi giả định giá khí đầu vào trung bình của DCM năm 2023 sẽ giảm 12% yoy

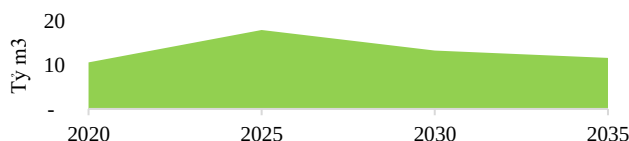
Dự phóng giá khí đầu vào	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Brent oil (USD/thùng)	82,62	86,48	80	80	80
MFO (USD/tấn)	396	416	398	398	398
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	6,59	7,22	6,77	6,49	6,21
Cước phí vận chuyển (USD/MMBTU)	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Giá khí (bao gồm VAT)	8,44	9,14	8,65	8,34	8,03
+/- yoy	-12%	8%	-7%	-4%	-4%

ĐỊNH GIÁ

MĂNG URÊ

- Về sản lượng kinh doanh:** Theo dự báo của IFA, mức tiêu thụ phân bón trên thế giới dự kiến sẽ phục hồi 4% lên 192.5 triệu tấn, cao hơn mức năm tài chính 2019 là 191.8 triệu tấn sau giai đoạn giảm gần 3% trong năm tài chính 2021, đạt 194,7 triệu tấn và gần 5% vào năm tài chính 2022, đạt 185,1 triệu tấn. Nhu cầu tiêu thụ phân đạm dự báo phục hồi 3% lên 109 triệu tấn, phân lân và kali phục hồi 4% lên lần lượt 46 và 37 triệu tấn.
- Về giá bán:** Giá urê trung bình hiện tại ở Trung Đông được kỳ vọng đã chạm đáy, kỳ vọng giá trung bình urê trong năm 2023 đạt 430 USD/tấn, do chúng tôi kỳ vọng giá dầu, khí đốt và LNG hạ nhiệt, điều này sẽ kích thích nhu cầu urê cao hơn trong những tháng tới.
- Biên lợi nhuận gộp dự báo thu hẹp:** Nguồn khí đầu vào tuy vẫn được đảm bảo cung ứng đầy đủ nhưng tỷ trọng mua ngoài từ Petronas tăng lên, khiến giá thành chi phí khí gia tăng.

Dự báo khả năng cung cấp khí trong nước



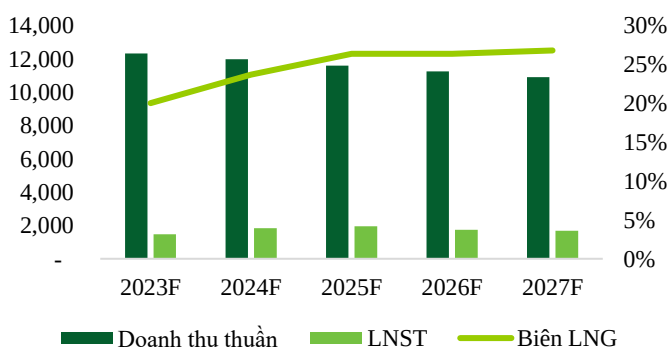
Nguồn: Năng lượng Việt Nam, VCBS tổng hợp

Chỉ tiêu	2022	2023F	2024F	Nhận định
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	879.080	885.000	890.000	Năm 2023, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Urê đạt 885 nghìn tấn (+0,7% yoy), dựa trên nhu cầu tiêu thụ trong nước được dự báo phục hồi do giá phân urê được dự báo giảm 36% yoy, sản lượng xuất khẩu chiếm 30% tổng sản lượng. Mặc dù DCM sẽ có đợt bảo dưỡng trong quý 3 nhưng công ty đã dự trữ hàng tồn kho để bù đắp sản lượng thiếu hụt trong kỳ bảo dưỡng. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của DCM từ năm 2027 sẽ ổn định ở mức 890 nghìn tấn (113% CSTK).
Giá phân urê (đồng/kg)	14.108	9.400	8.600	Chúng tôi dự phóng giá phân urê sẽ đạt trung bình 9.400 đồng/kg, (-36% yoy), với giả định giá urê sẽ hạ nhiệt và về mức 430 USD/tấn trong năm 2023. Trong giai đoạn 2024F–2027F, giá phân urê ước tính sẽ dao động quanh mức 7.300 – 8.600 đồng/kg. Giá bán bình quân năm 2023 giảm chủ yếu do xu hướng giảm của giá dầu và nguồn cung phân bón được dự báo tăng trong bối cảnh nhu cầu chỉ tăng nhẹ.

MẢNG NPK

Nhu cầu tiêu thụ phân NPK Thế giới được trang Marketwatch dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR là 3,78% trong giai đoạn 2023- 2028. Nhu cầu phân bón nội địa trong năm 2023 được dự báo tăng 10% - 18% (trong đó NPK 6%-7% yoy) cao hơn năm 2022 nhưng thấp hơn 8 -13% so với năm 2021. Do ảnh hưởng từ giá phân đơn đầu vào tăng cao đã gia tăng áp lực về chi phí sản xuất cho các doanh nghiệp sản xuất NPK. Tuy nhiên, DCM có lợi thế hơn so với các doanh nghiệp NPK khác khi có khả năng tự chủ được nguồn phân Urê đầu vào. Do đó, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ phân NPK của DCM trong năm 2023 sẽ đạt 150 nghìn tấn (+16% yoy), cao hơn tốc độ tăng trưởng chung của mảng phân NPK nội địa dựa vào hệ thống phân phối rộng lớn, với giá bán trung bình đạt 11.200 đồng/kg (-25% yoy).

Kết quả dự phóng



Nguồn: VCBS dự phóng

	Tổng hợp định giá																	
	FCFE	2023	2024	2025	2026	2027												
	Lợi nhuận sau thuế	1.465	1.837	1.951	1.732	1.687												
	Chi phí phi tiền mặt	1.260	148	130	127	124												
	Đầu tư TSCĐ	(274)	-	-	-	-												
	Đầu tư Vốn lưu động	294	(48)	56	56	(6)												
	Vay nợ ròng	299	-	-	-	-												
	Dòng tiền	3.044	1.937	2.138	1.915	1.805												
	FCFF	2023	2024	2025	2026	2027												
Lợi nhuận sau thuế	1.465	1.837	1.951	1.732	1.687													
Chi phí phi tiền mặt	1.260	148	130	127	124													
Lãi vay sau thuế	16	12	12	11	11													
Đầu tư TSCĐ	(274)	-	-	-	-													
Đầu tư Vốn lưu động	294	(48)	56	56	(6)													
Dòng tiền	2.761	1.949	2.150	1.927	1.816													
Tỷ trọng từng phương pháp định giá																		
<table><tr><th>Phương pháp</th><th>Định giá</th><th>Tỷ trọng</th></tr><tr><td>FCFF</td><td>36.220</td><td>50%</td></tr><tr><td>FCFE</td><td>36.628</td><td>50%</td></tr><tr><td>Giá trị hợp lý</td><td colspan="2">36.424 đồng/cp</td></tr></table>							Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	FCFF	36.220	50%	FCFE	36.628	50%	Giá trị hợp lý	36.424 đồng/cp	
Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng																
FCFF	36.220	50%																
FCFE	36.628	50%																
Giá trị hợp lý	36.424 đồng/cp																	
Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho năm 2023 của DCM là 36.424 đồng/cổ phiếu (upside 8,6% so với giá đóng cửa ngày 14/09/2023).																		

THÔNG TIN KHÁC	
	DCM đã hoàn thành vượt tiến độ đợt bảo dưỡng tổng thể định kỳ năm 2023 Ngày 25/08/2023, nhà máy Đạm Cà Mau đã hoàn thành công tác bảo dưỡng tổng thể định kỳ năm 2023 vượt tiến độ đề ra, nhanh hơn 01 ngày so với kế hoạch và chính thức hoạt động trở lại và cho ra sản phẩm Urê vào ngày 27/08/2023. Điều này đóng góp tích cực vào kế hoạch sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, đảm bảo nguồn cung phân bón phục vụ nhu cầu vụ đông xuân sắp tới.
RỦI RO ĐẦU TƯ	
	Rủi ro về giá khí nguyên liệu tăng mạnh làm biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhanh. Giá khí nguyên liệu biến động mạnh làm gia tăng chi phí sản xuất phân bón, kéo theo giá thành bị đội lên trong bối cảnh giá nông sản không tăng tương ứng, tiêu thụ khó khăn sẽ khiến nông dân cắt giảm đầu tư cho

sản xuất từ đó khiến sức mua giảm, tồn kho tăng cao. Nhu cầu tiêu thụ nội địa gặp nhiều khó khăn, lượng tiêu thụ nội địa thấp hơn nhiều so với cùng kỳ các năm trước sẽ khiến các doanh nghiệp phải thu hẹp hoặc thậm chí ngưng sản xuất.

Rủi ro về giá Urê toàn cầu giảm mạnh hơn dự kiến

Sau 3 năm La Nina liên tiếp xuất hiện, nhiều dự báo cho thấy, hiện tượng El Nino sẽ quay trở lại vào cuối năm 2023 và có thể mang đến tác động trái chiều đối với hoạt động sản xuất nông nghiệp trên toàn cầu. Hạn hán xuất hiện ở nhiều quốc gia sẽ khiến nhu cầu phân bón toàn cầu giảm mạnh hơn dự báo.

BẢNG CÂN ĐỐI TOÁN (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Tiền và các khoản tương đương tiền	3.317	4.818	6.250	7.516	8.695
Các khoản đầu tư ngắn hạn	6.812	6.812	6.812	6.812	6.812
Các khoản phải thu	205	201	192	193	190
Hàng tồn kho	1.950	1.899	1.764	1.684	1.638
Tài sản ngắn hạn khác	108	107	105	104	103
Tài sản ngắn hạn	12.391	13.836	15.124	16.310	17.438
Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	1.254	1.106	976	849	725
Các khoản đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	303	303	303	303	303
Tài sản dài hạn	1.557	1.409	1.278	1.151	1.028
TỔNG TÀI SẢN	13.948	15.245	16.402	17.461	18.465
Nợ ngắn hạn	2.237	2.381	2.281	2.244	2.071
Nợ dài hạn	3	3	3	3	3
NỢ PHẢI TRẢ	2.240	2.384	2.284	2.247	2.073
VỐN CHỦ SỞ HỮU	11.675	12.825	14.079	15.172	16.346
TỔNG NGUỒN VỐN	13.948	15.245	16.402	17.461	18.465
BÁO CÁO KQKD (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	12.323	11.977	11.603	11.246	10.904
GVHB	9.854	9.139	8.541	8.279	7.981
Lợi nhuận gộp	2.469	2.838	3.062	2.967	2.924
Chi phí SG&A	1.146	1.114	1.218	1.181	1.145
THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	1.632	2.045	2.172	2.117	2.113
Doanh thu tài chính	358	364	369	370	374
Chi phí tài chính	49	43	41	40	39
LNTT	1.632	2.045	2.172	2.117	2.113
LNST	1.469	1.841	1.955	1.736	1.691
Lợi ích của cổ đông thiểu số	3	3	3	3	3
LNST cổ đông công ty mẹ	1.465	1.837	1.951	1.732	1.687
BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	2.230	1.868	1.823	1.613	1.516
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	-274	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	6	-367	-390	-346	-337
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	1.962	1.501	1.432	1.266	1.179
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.355	3.317	4.818	6.250	7.516
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3.317	4.818	6.250	7.516	8.695

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Mộng Thy

Chuyên viên Phân tích Nghiên cứu

phmthy@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>