

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

ĐÁNH GIÁ

THEO DÕI

Giá mục tiêu	8.829
Giá hiện tại	5.530

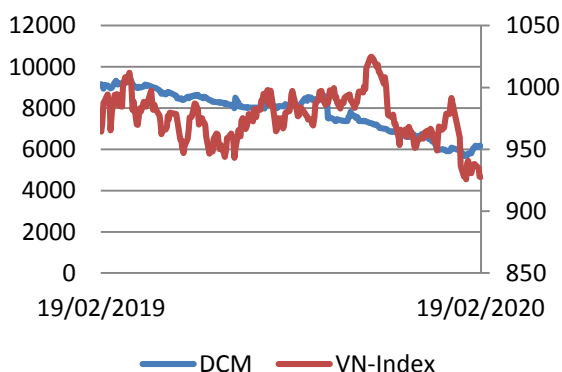
Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	8.526/5.680
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3.245
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	529,4
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	2.024.450/28.300
Sở hữu trong nước (%)	97,39
Sở hữu nước ngoài (%)	2,09
Room nước ngoài (%)	46,91

Một số chỉ tiêu chính

	2019A	2020E	2021E
Doanh thu (tỷ VND)	7,042	7,785	7,755
LN gộp (tỷ VND)	956	1,288	765
EBIT (tỷ VND)	394	677	136
LN ròng (VND)	429	616	176
Tăng trưởng LNR (%)	-35	44	-72
EPS (VND)	810	1,164	332
Tăng trưởng EPS (%)	-35	44	72
BVPS (VND)	11,533	11,912	11,377
Tỷ suất cổ tức (%)	9	9	9
ROE (%)	8%	11%	3%
ROA (%)	5%	7%	2%

Diễn biến giá cổ phiếu



Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	75,56%
CTCP TMCP Đại chúng Việt Nam	8,52%
Cổ đông khác	15,92%

Hưởng lợi ngắn hạn từ biến động giá khí đầu vào

Đa dạng hóa sản phẩm phân bón

Năm 2020 DCM sẽ bắt đầu mở sản lượng lĩnh vực sản xuất NPK tại Việt Nam, chính thức bước chân vào thị trường này, đa dạng hóa sản phẩm phân bón để cạnh tranh với các doanh nghiệp trong nước và quốc tế. Theo kế hoạch của doanh nghiệp, DCM sẽ sản xuất và tiêu thụ 160 nghìn tấn NPK trong năm nay. Dự phóng doanh thu sẽ tăng đáng kể (+10%/yoy) nhờ sự tăng trưởng về sản lượng.

Nhu cầu tiêu thụ suy giảm do ảnh hưởng xâm nhập mặn

Theo dự báo của BMI, sản xuất nông nghiệp Việt Nam tăng trưởng với tốc độ 5,7%/năm đến năm 2025. Tuy nhiên trong thời gian tới, ngành nông nghiệp chưa có dấu hiệu khởi sắc, khả năng sẽ đi ngang do ảnh hưởng lớn từ xâm nhập mặn và hiện tượng El Nino.

Trong năm 2019, nông nghiệp đã chịu ảnh hưởng nặng nề bởi hiện tượng El Nino gây mất mùa liên tiếp, tình trạng hạn hán, khô hạn kéo dài kèm theo xâm nhập mặn. 2020 sẽ tiếp tục thách thức hơn các năm trước khi hiện tượng xâm nhập mặn tại ĐCSCL – chiếm phần lớn lượng tiêu thụ sản phẩm phân đạm – có nguy cơ đạt mức kỉ lục, gây cản trở lớn cho sự tăng trưởng của ngành nông nghiệp và phân bón.

Hưởng lợi trong ngắn hạn nhờ biến động giá đầu giảm

Việc thay đổi cơ chế giá khí đầu vào hết ưu đãi và chuyển qua cơ chế giá thả nổi, đã làm tăng đáng kể giá vốn hàng bán của DCM, dẫn tới sụt giảm lợi nhuận gộp trong năm. Tuy nhiên dự kiến trong 2020, DCM sẽ hưởng lợi ngắn hạn từ động thái sụt giảm giá dầu tới 40% ngay từ tháng 3/2020, dự kiến duy trì ở mức trung bình năm là 35-40 USD/thùng.

Theo công thức tính giá khí: 46% giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore + giá vận chuyển khí tariff, DCM tiết kiệm đáng kể chi phí giá khí so với 2019. Với phí nguyên liệu chiếm 55-60% giá vốn hàng bán, dự phóng biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 14% lên 16.5%

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực để xác định giá trị. Kết quả ra được như sau :

14,33%
Multiple (P/E)
8.829

Tổng quan doanh nghiệp

Ra đời từ năm 2011, Công ty Cổ phần phân bón dầu khí Cà Ma (Mã CK: DCM) – trực thuộc tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam kinh doanh trong lĩnh vực sản xuất phân bón bao gồm các sản phẩm phân Ure, N46, phân bón tự doanh và sắp tới gia nhập thị trường NPK.

DCM phát triển thương hiệu “Đạm Cà Mau – Hạt ngọc mùa vàng” với bộ sản phẩm Đạm Cà Mau trong nhóm dẫn đầu ở thị trường trong nước và các nước quen thuộc trong khu vực. Công ty luôn hướng tới đầu tư, nghiên cứu các sản phẩm mới, xây dựng giải pháp dinh dưỡng cho cây trồng đáp ứng nhu cầu nông nghiệp trong thời đại khoa học công nghệ tiên bộ.

Tình hình tài chính

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2019

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Khoản mục (tỷ đồng)	2018	2019	%yoy
Doanh thu thuần	6,689	7,042	+5%
Giá vốn hàng bán	5,252	6,087	+16%
Lợi nhuận gộp	1,437	956	-33%
Doanh thu hoạt động tài chính	176	137	-22%
Chi phí tài chính	260	111	-57%
Chi phí bán hàng	336	361	+17%
Chi phí QLDN	320	201	-37%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	697	420	-39%
Lợi nhuận khác	9	44	+389%
LNTT	706	464	-34%
LNST	659	429	-35%

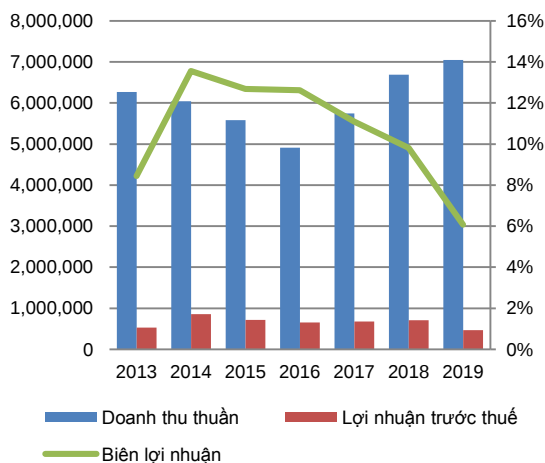
Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

2019 là năm ảm đạm với ngành phân bón, khi các chỉ tiêu chính đều giảm. DCM là doanh nghiệp duy nhất ghi nhận doanh thu tăng và có biên lợi nhuận cao nhất trong ngành (6%).

Cụ thể, doanh thu trong năm 2019 ghi nhận đạt 7,402 tỷ đồng (+5%yoy), đạt 102% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế ghi nhận 464 tỷ đồng (-34%yoy), đạt 133% kế hoạch năm.

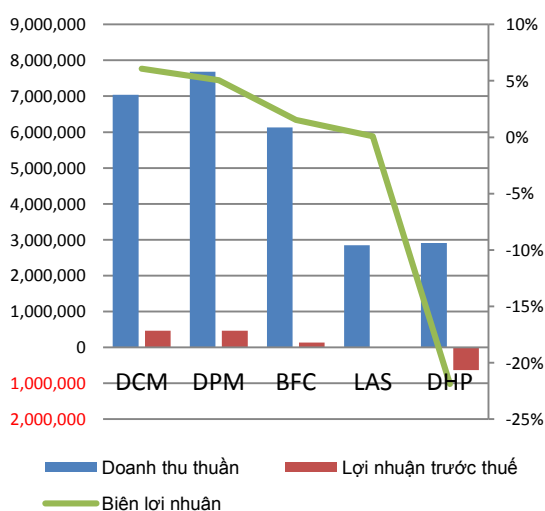
Năm nay DCM gặp nhiều khó khăn trong ghi nhận doanh thu do : (1) Ngành nông nghiệp phát triển chậm, biến động khó lường vì chịu ảnh hưởng bởi hiện tượng El Nino, tình trạng mất mùa, hạn hán, ngập mặn kéo dài. Công ty chịu ảnh hưởng cạnh tranh lớn từ các mặt hàng nhập khẩu khi phân bón tại Việt Nam lại được phân loại là hàng hóa không chịu thuế, dẫn đến không được khấu trừ mà phải đưa vào giá vốn hàng bán. Theo lãnh đạo của công ty, năm 2019, Đạm Cà Mau không được khấu trừ lên tới 400 tỷ đồng gây nhiều khó

Kết quả kinh doanh DCM giai đoạn 2013-2019

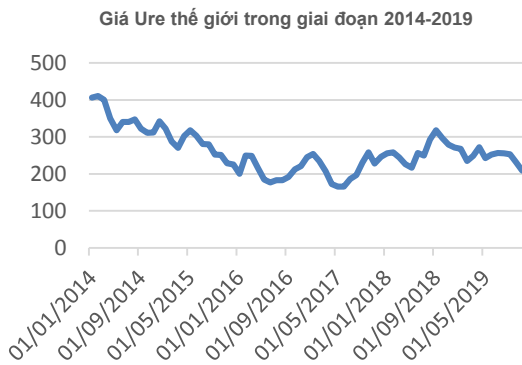


Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

So sánh với các DN cùng ngành năm 2019



Nguồn: DCM, DPM, BFC, LAS, DHP, PSI tổng hợp



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

khẩn trong hoạt động kinh doanh. (2) Giá phân Urê- mặt hàng chủ lực của DCM giữ ở mức thấp, Giá urê thế giới bình quân 10 tháng đầu năm 2019 khoảng 261 USD/tấn, giảm 7% so với cùng kỳ năm 2018, đặc biệt từ quý III/2019 giá urê thế giới giảm sâu (giảm 20%) so với đầu năm 2019 tác động rất lớn đến giá bán trong nước.

Chi phí giá vốn hàng bán có tăng 16% trong năm 2019 dẫn tới giảm lợi nhuận gộp xuống còn 956 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp ở mức 13,6% (-7.9%*yoY*). Chi phí giá vốn tăng cao do nguyên liệu giá khí tăng. 2019 là năm DCM có chính sách giá khí mới, doanh nghiệp không còn hưởng cơ chế giá khí đảm bảo như các năm trước mà bắt đầu chịu giá khí thị trường, lại thêm từ ngày 12/10/2019 (ngày đạt cân bằng khí) công ty phải chịu thêm 10% khối lượng khí thực tế theo giá khí mua thêm của Petronas.

Các chi phí tài chính và chi phí QLDN giảm mạnh giúp bù lại sự thiếu hụt từ giá vốn hàng bán. Cụ thể, chi phí tài chính giảm mạnh từ 260 tỷ đồng xuống còn 111 tỷ đồng (-57%*yoY*) do trong Q3/2019, Đạm Cà Mau đã thanh toán 50 triệu USD cho Hợp đồng vay vốn tín dụng ECA. Theo đó, chi phí tài chính giảm nhờ thanh toán trước hạn các khoản nợ và lỗ tỷ giá giảm mạnh.

Đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh trong năm 2020

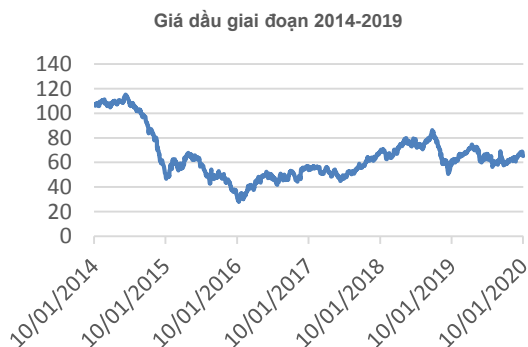
Chúng tôi đánh giá thận trọng tình hình kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2020 do những yếu tố biến động khó lường của thị trường nông nghiệp, giá phân bón và giá khí đầu vào (bị chi phối bởi giá dầu) sẽ ảnh hưởng đến doanh nghiệp. Theo đó, ước tính doanh thu 2020 đạt 7.785 tỷ đồng, tăng nhẹ so với 2019, lợi nhuận trước thuế đạt 677 tỷ đồng, trên cơ sở như sau:

(1) Doanh thu dự kiến sẽ tăng trưởng nhờ lượng tiêu thụ mới từ sản phẩm NPK do dự kiến trong năm 2020, DCM sẽ sản xuất và tiêu thụ 160 nghìn tấn NPK,.

(2) Doanh nghiệp tiếp duy trì nhà máy vận hành an toàn, ổn định ở công suất cao khoảng 109% như trong 2019. Đến nay có 2 dự án lớn là: "Dự án đầu tư sản xuất phân bón phức hợp từ urê nóng chảy công suất 300.000 tấn/năm" cơ bản hoàn thành, dự kiến có thể đưa vào sản xuất từ năm 2020, sẽ giúp tăng công suất và sản lượng của doanh nghiệp; "Cảng nhập nguyên liệu công suất 500.000 tấn" đã nghiệm thu vào Q4/2019.

(3) Kỳ vọng chính sách thuế sẽ đưa phân bón vào mặt hàng hưởng thuế thay vì mặt hàng không chịu thuế như hiện tại, để giảm thiểu sự cạnh tranh với phân bón nhập khẩu

(4) Theo quy định của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) về giới hạn nồng độ lưu huỳnh trong nhiên liệu từ ngày 01/01/2020, ngành hàng hải sẽ phải giữ mức lưu huỳnh dưới 0,5% thay vì 3,5% như trước kia, khiến giá HSFO giảm trong thời gian tới. Cùng với đó, dưới tác động giảm mạnh của giá dầu thô thế giới trong 2020 duy trì ở mức trung bình 35-40 USD/thùng, doanh nghiệp sẽ hưởng lợi đáng kể từ việc giảm chi phí giá khí. Hiện nay chi phí nguyên liệu chiếm 55-60% giá vốn, trong trường hợp giá dầu giảm 40% trong năm 2020



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

thì ước tính giá vốn hàng bán giảm 22%, biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 16,5%.

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E với các doanh nghiệp khác cùng trong hoạt động sản xuất, kinh doanh phân bón trong khu vực ASIA (emerging market) để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu.

Phương pháp P/E: Chúng tôi so sánh P/E với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, lấy EPS dự phóng của DCM năm 2020 là 1.164 đồng/cp. Giá mục tiêu theo phương pháp này là **8.829 đồng/cp**.

Mã	Tên doanh nghiệp	P/E
INST IN Equity	INSECTICIDES INDIA LTD	12.91
LOTCHEM PA Equity	LOTTE CHEMICAL PAKISTAN LTD	7.99
015890 KS Equity	TAE KYUNG INDUSTRIAL CO LTD	9.04
EXL IN Equity	EXCEL INDUSTRIES LTD	12.16
AGII IJ Equity	ANEKA GAS INDUSTRI TBK PT	3.96
101160 KS Equity	WORLDEX INDUSTRY & TRADING C	7.34
NFL IN Equity	NATIONAL FERTILIZERS LTD	6.15
001390 KS Equity	KG CHEMICAL CORP	5.02
6509 TT Equity	TAIWAN HOPAX CHEMS MFG CO LT	11.09
	Trung bình	7.58

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2019	2020F	2021F	Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	7,042	7,785	7,755	Khả năng sinh lời			
Giá vốn hàng bán	6,087	6,497	6,990	Biên lợi nhuận gộp	14%	17%	10%
Lợi nhuận gộp	956	1,288	765	Biên EBITDA	24%	26%	20%
Doanh thu tài chính	137	104	149	Biên lợi nhuận trước thuế	6%	9%	2%
Chi phí tài chính	111	130	118	ROE	8%	11%	3%
Lãi/lỗ trong công ty LD,LK	-	-	-	ROA	5%	7%	2%
Chi phí bán hàng	361	379	398	Tăng trưởng			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	201	232	234	Doanh thu	5%	11%	0%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	420	652	167	Lợi nhuận gộp	-34%	46%	-72%
Lợi nhuận khác	-	-	-	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-35%	44%	-72%
Lợi nhuận trước thuế	464	677	193	EPS	-35%	44%	-72%
Lợi nhuận sau thuế	429	616	176	Tổng tài sản	-8%	1%	-4%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	427	677	193	VCSH	-8%	1%	-4%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	1	-	-	Thanh khoản			
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F	Thanh toán hiện hành	1.29	1.63	1.79
Tài sản ngắn hạn	4,268	5,427	5,947	Nợ/tài sản	18%	16%	15%
I. Tiền & tương đương tiền	2,473	3,537	3,960	Nợ/vốn chủ sở hữu	29%	26%	24%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	Khả năng thanh toán lãi vay	4.51	5.20	1.15
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	405	502	500	Định giá			
IV. Hàng tồn kho	1,301	1,299	1,398	EPS (VND)	810	1,164	332
V. Tài sản ngắn hạn khác	89	89	89	BVPS (VND)	11,533	11,912	11,377
Tài sản dài hạn	5,908	4,811	3,858				
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-				
II. Tài sản cố định	5,177	4,471	3,361				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-				
VI. Tài sản dài hạn khác	43	43	43				
Tổng tài sản	10,176	10,238	9,805				
Nợ phải trả	4,070	3,961	3,795				
I. Nợ ngắn hạn	766	628	470				
1. Khoản phải trả ngắn hạn	2,148	2,177	2,169				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,156	1,156	1,156				
II. Nợ dài hạn	766	628	470				
1. Các khoản phải trả dài hạn	138	156	156				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	628	471	314				
Vốn chủ sở hữu	6,106	6,306	6,023				
1. Vốn điều lệ	5,294	5,294	5,294				
2. Cổ phiếu quỹ	-	-	-				
3. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-				
4. Lợi nhuận giữ lại	428	629	346				
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	27	27	27				
6. Nguồn vốn khác	356	356	356				
Tổng nguồn vốn	10,176	10,238	9,805				

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Hệ thống khuyến nghị của PSI được xây dựng dựa trên mức chênh lệch giữa kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm định giá, có giá trị 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu, tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật hoặc đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

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 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-511) 389 9338
Fax: (84-511) 389 9339

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH**Đào Hồng Dương**

Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: duongdh@psi.vn

Nguyễn Văn Chính

Phó Phòng Phòng PTCS & SP

Email: chinhnv@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích

Email: Ducnh@psi.vn

Lê Đức Khánh

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: khanhld@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó phòng PTDN

Email: thanhtd@psi.vn

Bùi Thị Thu Thủy

Chuyên viên phân tích

Email: Thuybtt@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông

Email: gianglth@psi.vn

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên phân tích

Email: hieunm@psi.vn

Nguyễn Hoàng Minh Hương

Chuyên viên phân tích

Email: huongnhm@psi.vn

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.