

CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HOSE: DCM)
ĐÁNH GIÁ
THEO DÕI

Giá mục tiêu	20,450 VND
Giá hiện tại	16,600 VND

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	17,500/5,000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	8,999.8
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	529.4
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	2,933,896
Sở hữu trong nước (%)	96.75
Sở hữu nước ngoài (%)	3.25
Room nước ngoài (%)	49

Một số chỉ tiêu chính

	2019	2020	2021E
Doanh thu (tỷ VND)	7,177	7,717	8,073
LN gộp (tỷ VND)	1,093	1,472	1,298
EBIT (tỷ VND)	394	643	675
LN ròng (VND)	428	662	649
Tăng trưởng LNR (%)	-35	55	-2
EPS (VND)	808	1,251	1,226
Tăng trưởng EPS (%)	-35	55	-2
BVPS (VND)	11,534	11,950	12,278
ROE (%)	8	11	11
ROA (%)	5	8	8

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	75.6%
CTCP Quản lý quỹ Đầu tư Tài chính Dầu khí	8.4%
Cổ đông khác	16%

TRIỂN VỌNG 2021: ĐA DẠNG HÓA SẢN PHẨM – NPK CHÍNH THỨC THƯƠNG MẠI HÓA

Triển vọng giá khí, giá phân bón tăng cao trong năm 2021: Giá dầu được dự báo tăng trở lại theo đà phục hồi. Trong khi đó, theo Bloomberg Intellingence, nhu cầu nông nghiệp năm 2021 tăng mạnh, đặc biệt tại các thị trường lớn như Trung Quốc, Ấn Độ, kéo theo giá phân bón Ure trên thị trường thế giới tăng cao kể từ nửa cuối năm ngoái.

Theo dự báo từ IRI, hiện tượng thời tiết trong nửa đầu năm 2021 chủ yếu sẽ là La Nina với xác suất 55%, giúp kéo dài lượng mưa. **Điều kiện thủy văn thuận lợi** trong năm nay hỗ trợ tích cực cho các hoạt động sản xuất nông nghiệp.

DCM dự kiến đưa mảng phân bón NPK chính thức đi vào vận hành thương mại trong năm 2021. Chúng tôi dự phóng mảng NPK sẽ đem lại hơn 520 tỷ đồng doanh thu cho DCM năm 2021 (với công suất đạt khoảng 30%) và sẽ tăng trưởng tích cực trong các năm tiếp theo.

TÌNH HÌNH KINH DOANH 2020

Doanh thu thuần Q4 tăng 12.3% so với Q3: CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) ghi nhận 2.268 tỷ đồng doanh thu thuần trong Quý cuối của năm 2020, lớn nhất trong 4 quý, tăng 7.5% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp đạt 446 tỷ, gấp 1.5 lần cùng kỳ. Lũy kế cả năm, doanh thu thuần công ty đạt 7.717 tỷ đồng, lãi sau thuế 662 tỷ đồng; tăng trưởng lần lượt 7.5% và 55%. Nguyên nhân chính dẫn tới tăng trưởng lợi nhuận vượt kế hoạch đến từ giá khí năm 2020 giảm mạnh, giúp tiết giảm đáng kể giá vốn sản xuất Ure.

Chi phí tài chính giảm mạnh: dòng tiền dồi dào giúp DCM có nguồn lực tốt trả dần các khoản nợ. Trong năm 2020, tổng dư nợ vay tài chính giảm hơn 962 tỷ, từ 1.785 tỷ xuống còn 882 tỷ đồng. Vì vậy, chi phí tài chính giảm 39.2 tỷ đồng, tương ứng mức giảm 39 % so với năm ngoái.

Doanh thu Xuất khẩu cả năm chiếm 21.5% tổng doanh thu: DCM đã thu về hơn 1.600 tỷ đồng từ hoạt động thương mại phân bón, trong đó chủ yếu là xuất khẩu sản phẩm Ure sang các quốc gia như Campuchia, Thái Lan, Ấn Độ, Brazil,...

Định giá

Giá mục tiêu 20,450 VND: Chúng tôi nâng triển vọng giá mục tiêu từ 18,740 VND trong báo cáo gần nhất, lên thành 20,450 VND theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, cập nhật giả định về mảng kinh doanh NPK (upside 23% so với giá hiện tại)

Cập nhật tình hình sản xuất – kinh doanh năm 2020
Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Khoản mục (tỷ đồng)	Q3/2020	Q4/2020	%QoQ	2019	2020	%YTD
Doanh thu thuần	2,019	2,268	12%	7,043	7,717	10%
+ Giá vốn hàng bán	1,762	1,822	3%	6,084	6,244	3%
Lợi nhuận gộp	257	446	74%	959	1,472	54%
Biên LN gộp	12.7%	19.7%		13.6%	19.1%	
+ Thu nhập tài chính	33	33	0%	127	128	1%
+ Chi phí tài chính	10	8	-22%	103	63	-39%
+ Trong đó: Chi phí tiền lãi vay	8	5	-33%	87	43	-50%
+ Chi phí bán hàng	90	106	17%	364	369	1%
+ Chi phí quản lý DN	80	136	69%	201	304	51%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	109	229	111%	418	864	107%
Biên LN ròng	5.4%	10.1%		5.9%	11.2%	
+ Thu nhập/Chi phí khác	2	1	-24%	45	3	-94%
Lợi nhuận trước thuế	110	230	109%	463	717	55%
Lợi nhuận sau thuế	102	207	102%	428	662	55%
LNST của cổ đông công ty mẹ	101	211	109%	426	661	55%

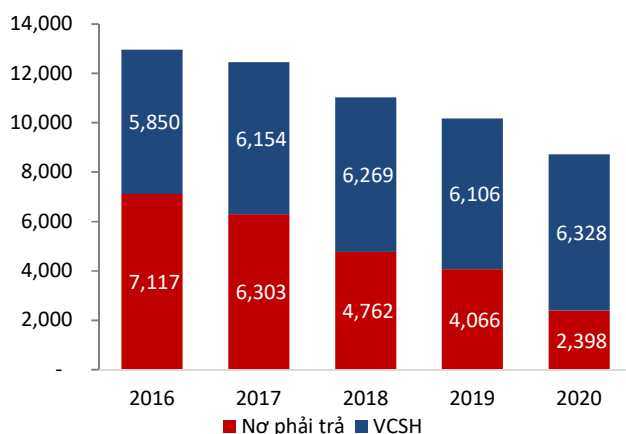
Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

Chi phí tài chính giảm mạnh do DCM trả một lượng lớn khoản nợ vay

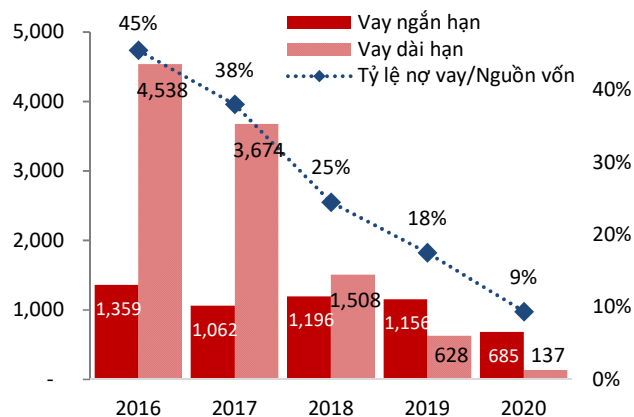
Doanh thu năm 2020 dù chưa đạt kế hoạch đề ra, nhưng vẫn tăng trưởng 7% so với cùng kỳ, trong bối cảnh giá Ure trung bình trong năm giảm khoảng 14%. Tổng sản lượng tiêu thụ Ure ước đạt khoảng hơn 900 ngàn tấn, trong đó có lượng hàng xuất khẩu chiếm tỷ trọng gần 1/3. Kết quả, DCM thu được lợi nhuận ròng tăng gấp 1.55 lần so với năm ngoái. Điều này tạo thuận lợi cho DCM sử dụng nguồn tiền mặt dồi dào để thanh toán các khoản nợ vay, từ đó giảm đáng kể chi phí lãi vay trong năm.

Riêng trong Quý 3, DCM chi khoảng 932 tỷ đồng trả tiền nợ gốc, làm số dư tiền và tương đương tiền giảm đi. Tính đến cuối năm 2020, tổng dư nợ vay tài chính đã giảm hơn một nửa, từ 1.785 tỷ xuống chỉ còn 882 tỷ đồng.

Cơ cấu nguồn vốn (tỷ đồng)



Cơ cấu nợ vay (tỷ đồng)

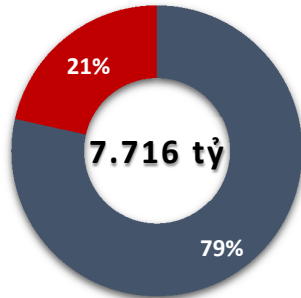


Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

Doanh thu từ Xuất khẩu chiếm tỷ trọng đáng kể trong năm 2020

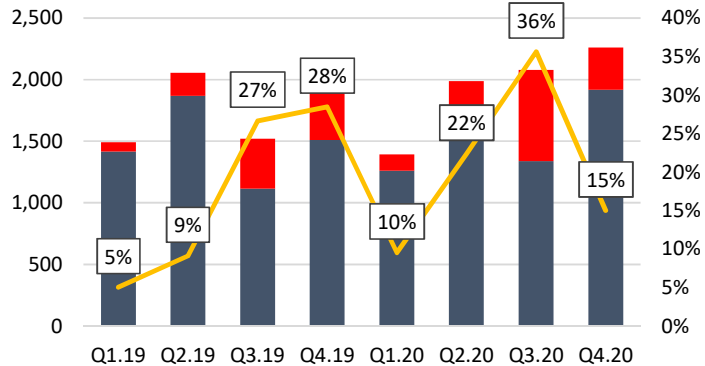
Điểm sáng trong năm 2020, doanh thu qua các quý tăng trưởng đều đặn, Quý 3 tuy thấp điểm nhưng doanh thu vẫn tăng trưởng tốt từ nguồn xuất khẩu.

Tỷ trọng Doanh thu theo thị trường



■ DT trong nước ■ DT xuất khẩu

Tương quan Doanh thu trong nước/xuất khẩu qua các quý



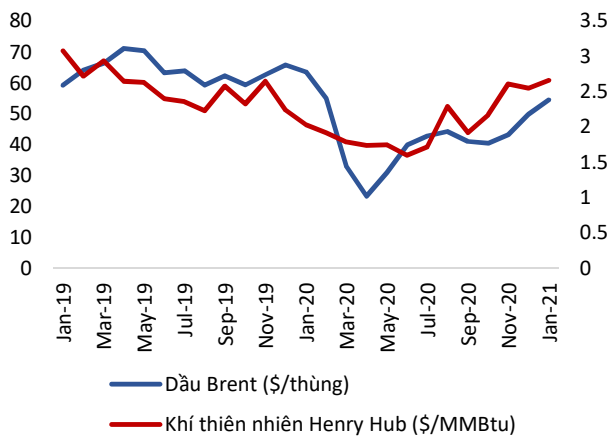
■ DT trong nước ■ DT Xuất khẩu — Tỷ trọng XK/DT

Nguồn: BCTC DCM, PSI tổng hợp

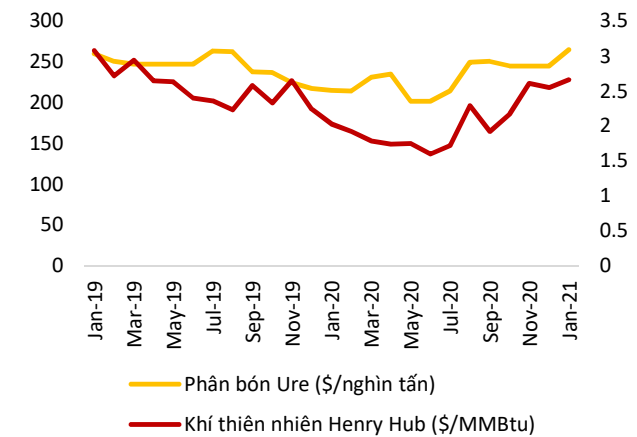
Triển vọng kinh doanh năm 2021

Giá dầu dự báo hồi phục nhanh chóng từ nền thấp năm 2020, kéo theo giá khí nguyên liệu đầu vào đối với sản xuất phân bón tăng. Diễn biến giá dầu trong năm 2020 có xu hướng xuống thấp và chạm đáy trong tháng Tư, do chịu ảnh hưởng từ dịch bệnh Covid-19. Sau đó nửa cuối năm, giá dầu có dấu hiệu hồi phục và tiếp tục tạo mốc mới trong đầu năm 2021.

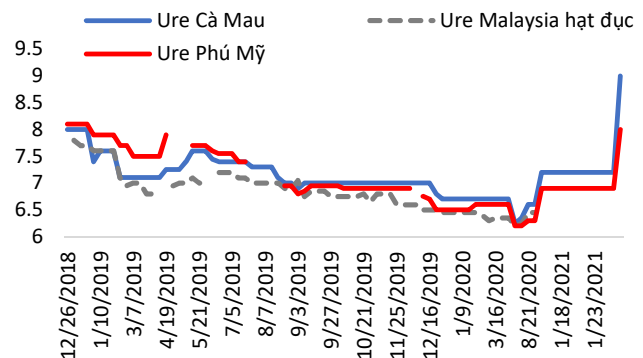
Giá dầu vs. Giá khí (phải)



Giá khí (phải) vs Giá Ure



Thị trường phân Ure trong nước chứng kiến đợt tăng giá mạnh kể từ đầu năm 2021. Cụ thể, giá phân Ure giao dịch tại thị trường Tp. Hồ Chí Minh đã tăng từ 6.7 nghìn lên 9 nghìn/kg đối với Ure Cà Mau, và 6.5 nghìn lên 8 nghìn/kg đối với Ure Phú Mỹ.

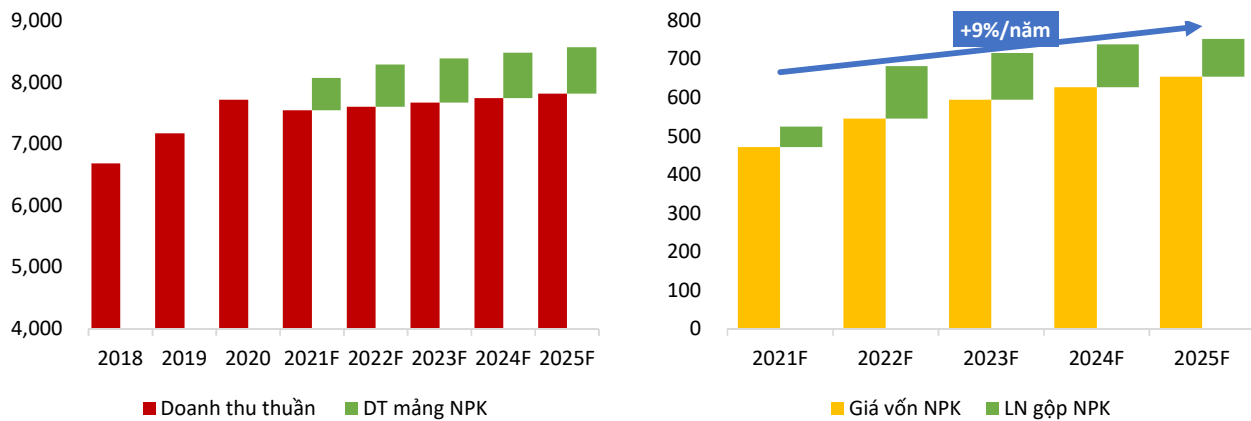


Nguồn: Bloomberg, Petrotimes, PSI tổng hợp

(3) Nhà máy NPK dự kiến chính thức đi vào vận hành thương mại: Nửa cuối năm 2020, DCM đã chạy thử nghiệm nhà máy sản xuất phân bón phức hợp từ Ure nóng chảy, tạo tiền đề đi vào thương mại hóa trong năm 2021. Mức công suất tối đa của nhà máy là 300 nghìn tấn/năm, phối trộn từ nguyên liệu khoảng 90 nghìn tấn Ure nóng chảy do DCM tự sản xuất.

Nhà máy NPK khi đi vào vận hành sẽ gặp phải những thách thức như sau: (1) Cần thời gian từ 2-3 năm để nhà máy đi vào vận hành ổn định; (2) cạnh tranh trên thị trường phân bón NPK tương đối gắt gao, khi sản phẩm của DCM sẽ phải cạnh tranh phân bón NPK nhập khẩu, NPK từ các đơn vị sản xuất khác trong nước (hiện doanh nghiệp trong nước sản xuất được gần 3 triệu tấn NPK, trong đó khoảng 42% sản lượng đến từ các công ty thành viên thuộc Tập đoàn Hóa chất Vinachem).

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đưa ra triển vọng tích cực từ mảng NPK, với doanh thu đóng góp trong năm đầu tiên khoảng 525 tỷ đồng (với giả định nhà máy hoạt động với 30% công suất, và giá bán NPK tương đương mức cuối năm 2020). Sau đó, dự kiến DCM sẽ nâng dần công suất và gia tăng sản lượng NPK trong các năm tiếp theo, dựa trên các yếu tố tích cực sau đây: (1) NPK là phân bón chất lượng cao, và hiện có giá bán gấp hai lần phân Ure; (2) sản phẩm của DCM sẽ tạo mặt hàng thay thế cho NPK nhập khẩu; (3) triển vọng xuất khẩu NPK sang thị trường truyền thống như Campuchia.



Đơn vị: tỷ đồng

Yếu tố hỗ trợ kinh doanh khác:

(1) Mở rộng tên thương hiệu từ "Đạm Cà Mau" sang "Phân Bón Cà Mau": DCM dự kiến năm 2021 sẽ chính thức ra mắt sản phẩm phân bón thương mại NPK. Thêm nữa, DCM cũng sẽ tập trung vào sản xuất phân bón hữu cơ chất lượng cao, hữu cơ khoáng, hữu cơ khả dụng và hữu cơ sạch như các dòng sản phẩm phân hữu cơ của Nhật Bản.

(2) Luật thuế GTGT 71 được thông qua và áp dụng từ năm 2021: Phân bón được khấu trừ thuế GTGT đầu vào 5%. Dự kiến DCM tiết kiệm 70 – 230 tỷ đồng tiền thuế GTGT. Dòng tiền tăng tương ứng.

Định giá doanh nghiệp

Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF

Dựa trên giả định mảng kinh doanh cốt lõi là phân bón Ure tăng trưởng 1% mỗi năm; mảng phân bón NPK chính thức đi vào vận hành thương mại năm 2021, tăng trưởng 9%/năm trong giai đoạn 5 năm tiếp theo. Như vậy, trong năm 2021, khoản chi phí xây dựng cơ bản dở dang được kết chuyển sang tài sản cố định hữu hình và bắt đầu được tính khấu hao. Khoản mục này có tổng trị giá khoảng hơn 740 tỷ. Chúng tôi giả định khấu hao đường thẳng trong 15 năm.

Bảng chiết khấu dòng tiền FCFE

	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Terminal Value
EBIT	674,571	811,894	732,007	748,179	681,607	
Thuế TNDN	10.00%	10.00%	10.00%	15.00%	15.00%	
NOPAT	607,114	730,705	658,806	635,952	579,366	

- Thay đổi vốn lưu động	17,656	271,026	-141,573	3,972	-18,036	
- Đầu tư tài sản mới	-495,199	-497,433	-582,915	-675,429	-689,787	
+Khấu hao	811,559	874,203	914,875	960,882	981,844	
FCFF	941,130.83	1,378,502	849,193	925,375.99	853,386.60	8,612,053
Tỷ lệ chiết khấu WACC	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
DCF	849,063	1,121,986	623,557	613,025	510,030	5,147,030

Kết quả định giá

Định giá	
Giá trị doanh nghiệp	8,864,692
Tổng nợ vay	822,469
Lợi ích cổ đông thiểu số	26,347
Tiền mặt	2,811,995
Giá trị vốn cổ phần	10,827,871
SLCP đang lưu hành	529,400,000
Giá mục tiêu	20,450

Dựa vào các giả định trên, chúng tôi điều chỉnh dự phóng dòng tiền của doanh nghiệp, sử dụng FCFF để tiến hành chiết khấu dòng tiền về hiện tại. Giá mục tiêu theo phương pháp DCF là **20,450 đồng/cp**

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2020	2021F	2022F	Chỉ số chính	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	7,717	8,073	8,287	Khả năng sinh lời			
Giá vốn hàng bán	6,244	6,775	6,826	Biên lợi nhuận gộp	19%	16%	18%
Lợi nhuận gộp	1,472	1,298	1,461	Biên lợi EBITDA	26%	18%	20%
Doanh thu tài chính	128	133	160	Biên lợi nhuận trước thuế	9%	8%	10%
Chi phí tài chính	63	110	87	ROE	11%	11%	13%
Lãi/ lỗ trong công ty LD,LK				ROA	8%	8%	9%
Chi phí bán hàng	369	387	407	Tăng trưởng			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	304	236	242	Doanh thu	8%	5%	3%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	864	698	885	Lợi nhuận gộp	55%	1%	26%
Lợi nhuận khác				Lợi nhuận sau thuế (của cổ đồng công ty mẹ)	55%	-2%	26%
Lợi nhuận trước thuế	717	721	908	EPS	55%	-2%	26%
Lợi nhuận sau thuế	662	649	818	Tổng tài sản	-14%	8%	4%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đồng công ty mẹ	661	648	816	VCSH	-14%	8%	4%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đồng không kiểm soát	1	1	1.5	Thanh khoản			
Balance Sheet (VND bn)	2020	2021F	2022F	Thanh toán hiện hành	1.94	1.95	2.26
Tài sản ngắn hạn	3,978	5,189	6,118	Nợ/tài sản	1.37	1.31	1.70
I. Tiền & tương đương tiền	2,812	3,473	4,616	Nợ/vốn chủ sở hữu	9%	8%	8%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	Khả năng thanh toán lãi vay	13%	12%	11%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	217	441	415	Định giá			
IV. Hàng tồn kho	834	1,161	972	EPS (VND)	1,251	1,226	1,544
V. Tài sản ngắn hạn khác	115	115	115	BVPS (VND)	11,950	12,278	12,919
Tài sản dài hạn	4,739	4,417	3,858				
I. Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0				
II. Tài sản cố định	3,955	3,892	3,331				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	-	189	197				
VI. Tài sản dài hạn khác	23	23	23				
Tổng tài sản	8,717	9,417	9,779				
Nợ phải trả	2,391	2,924	2,947				
I. Nợ ngắn hạn	2,050	2,660	2,712				
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,365	1,974	2,026				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	685	685	685				
II. Nợ dài hạn	341	265	235				
1. Các khoản phải trả dài hạn	204	162	166				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	137	103	69				
Vốn chủ sở hữu	6,326	6,500	6,839				
1. Vốn điều lệ	5,294	5,294	5,294				
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-				
3. Lợi nhuận dũ lại	583	757	1,096				
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	26	26	26				
5. Nguồn vốn khác	423	423	423				
Tổng nguồn vốn	8,717	9,424	9,786				

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

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Đào Hồng Dương

Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: duongdh@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó Phòng PTDN
Email: thanhdts@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích
Email: ducnh@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên phân tích
Email: hoangnm@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông
Email: gianglth@psi.vn

Đông Khau Tú

Chuyên viên phân tích
Email: tudk@psi.vn

Nguyễn Thị Hải Oanh

Chuyên viên phân tích
Email: oanhnth@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Bộ phận truyền thông
Email: myvh@psi.vn

Tô Quốc Bảo

Chuyên viên phân tích
Email: baotq@psi.vn

Nguyễn Đức Duy

Chuyên viên phân tích
Email: duynd@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.