

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

Giá mục tiêu cũ	8.829
Giá mục tiêu mới	9.178
Giá hiện tại	8.100

**THEO DÕI**
**Kết quả kinh doanh Q1/2020**

Sự bùng phát của dịch Covid-19 và tình trạng hạn mặn kéo dài tại đồng bằng Sông Cửu Long dẫn tới hoạt động kinh doanh của CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau gặp nhiều khó khăn. Cụ thể, chỉ trong 3 tháng đầu năm 2020, giá bán Ure thương mại giảm hơn 12% YoY, khiến doanh thu thuần Q1/2020 chỉ đạt 1,346 tỷ đồng, giảm 7% so với Q1/2019.

**Dữ liệu giao dịch**

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	8.460/5.290
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4.288
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	529,4
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	4,985,550
Sở hữu trong nước (%)	98,13
Sở hữu nước ngoài (%)	1,87
Room nước ngoài (%)	47,13

Tuy nhiên DCM được hưởng lợi từ sự sụt giảm giá dầu, nhờ đó giá vốn bán giảm 2% so với cùng kì chỉ còn 1,146 tỷ đồng. LNST đạt 92.5 tỷ đồng. So với kế hoạch đã đặt ra cho năm 2020, DCM đã vượt chỉ tiêu về lợi nhuận sau thuế cả năm (92 tỷ đồng so với 62 tỷ đồng).

**Một số chỉ tiêu chính**

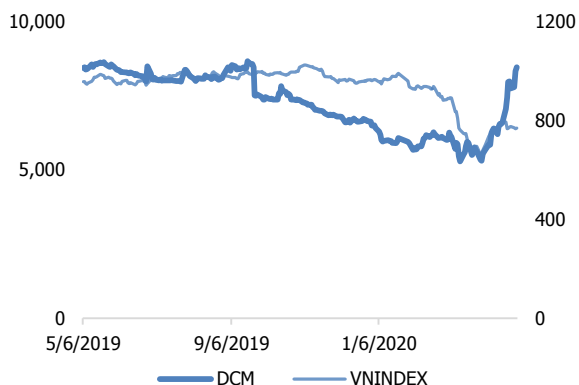
	2019A	2020E	2021E
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>7,176</b>	<b>7,291</b>	<b>7,305</b>
LN gộp (tỷ VND)	1,092	1,385	906
EBIT (tỷ VND)	394	789	291
<b>LN ròng (VND)</b>	<b>428</b>	<b>657</b>	<b>263</b>
Tăng trưởng LNR (%)	-35	53	-60
EPS (VND)	808	1,241	496
Tăng trưởng EPS (%)	-35	54	-60
BVPS (VND)	11,534	11,993	11,636
Tỷ suất cổ tức (%)	9	9	9
<b>ROE (%)</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>5</b>
<b>ROA (%)</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>3</b>

**Cập nhật đánh giá hoạt động kinh doanh 2020**

**Hưởng lợi từ giá dầu giảm mạnh:** Giá dầu trong nửa đầu 2020 sụt giảm mạnh trong những tháng đầu năm là động lực giảm đáng kể chi phí nguyên vật liệu cho doanh nghiệp trong các quý tới. Theo công thức tính giá khí: 46% giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore+ Tariff vận chuyển khí, DCM được hưởng lợi khi được giảm chi phí giá khí. Với chi phí nguyên liệu chiếm 55-60% giá vốn hàng bán, dự phóng biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 19%.

**Dự án nhà máy sản xuất phân bón NPK đi vào hoạt động nửa cuối**

**2020:** Đạm Cà Mau quay lại thúc đẩy dự án nhà máy sản xuất phân bón NPK – mặt hàng mới đưa ra thị trường dự kiến đem lại doanh thu cao hơn trong 2020.

**Diễn biến giá cổ phiếu**

**Định giá doanh nghiệp**

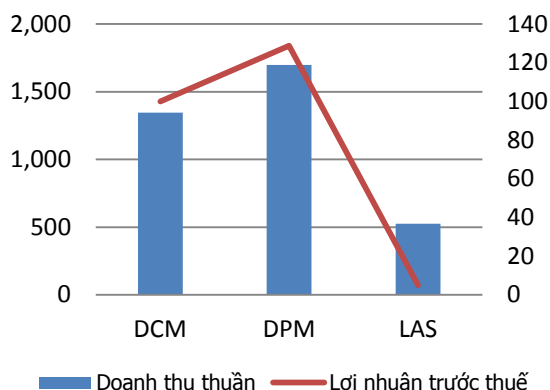
Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực để xác định giá trị. Trước sự thay đổi về giá khí đầu vào với giá định giá đầu bình quân 35 USD/thùng và giá thành Ure bình quân sẽ tiếp tục có sự điều chỉnh giảm trong năm 2020, chúng tôi thay đổi dự phóng cho DCM.

Giá mục tiêu mới tương ứng với P/E forward 2020 là 7.4, chúng tôi ra kết quả như sau :

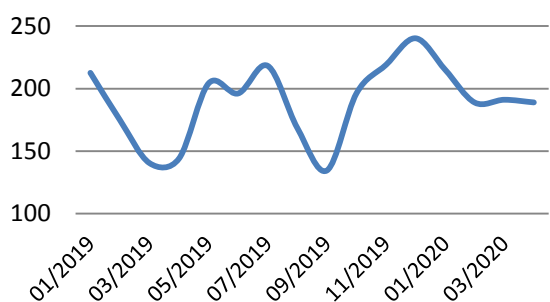
Định giá	9.178
----------	-------

**Cơ cấu cổ đông**

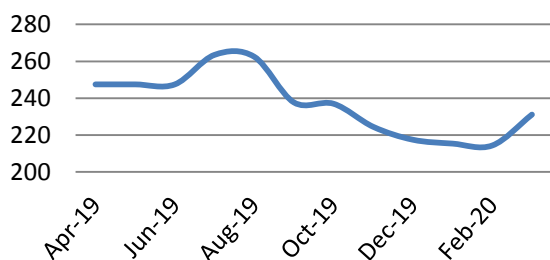
Tập đoàn dầu khí Việt Nam	75,56%
CTCP TMCP Đại chúng Việt Nam	8.52%
Cổ đông khác	15.92%

**Kết quả kinh doanh của các DN phân bón Q1/2020 (đơn vị : tỉ VNĐ)**


Nguồn: DCM, DPM, LAS, PSI tổng hợp

**Sản lượng phân bón Ure sản xuất tại Việt Nam 2019-2020 (đơn vị : nghìn tấn)**


Nguồn: GSO, PSI tổng hợp

**Giá Ure thế giới giai đoạn 2019-2020 (đơn vị :USD)**


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

## Tình hình tài chính

### Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2020

Từ đầu năm 2020, dịch bệnh Covid-19 đã khiến các đơn vị ngành phân bón gặp rất nhiều khó khăn trong việc chuẩn bị nguyên vật liệu, vật tư cho sản xuất, lưu thông hàng hóa.

Đồng thời, diễn biến phức tạp của hạn mặn và ngành nông nghiệp trong quý 1/2019 cũng gây ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước, sản lượng sản xuất cũng giảm so với cuối 2019.

Riêng nhóm ngành phân bón và thuốc bảo vệ thực vật ghi nhận mức sụt giảm đáng kể: Giá trị sản xuất giảm 15,7%, doanh thu giảm 2,9%.

#### Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Khoản mục (tỷ đồng)	Q1/2019	Q1/2020	%yoy
Doanh thu thuần	1,447.0	1,346.7	-6.9%
Giá vốn hàng bán	1,171.6	1,146.5	-2.3%
Lợi nhuận gộp	275.8	200.0	-27.5%
Doanh thu hoạt động tài chính	36.0	30.9	-14.2%
Chi phí tài chính	26.5	35.8	+35%
Chi phí bán hàng	71.6	58.8	-17.9%
Chi phí QLDN	46.8	41	-12.4%
LNTT	205.6	100.0	-51.4%
LNST	187.7	92.5	-100%

Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

Sản lượng sản xuất ure trong quý 1/2020 được DCM ước đạt 230.49 nghìn tấn đạt 112% kế hoạch quý, 29% kế hoạch cả năm 2020. Tuy vậy, doanh thu thuần trong quý chỉ đạt 1,347 tỷ đồng (-6.9%yoy) do giá thành Ure giảm 12.42% so với cùng kỳ.

Trong khi đó, tác động giảm giá khí đầu vào làm giảm giá vốn hàng bán, nhưng nhỏ hơn tỉ lệ giảm doanh thu nên vẫn ghi nhận lợi nhuận gộp giảm 27.5%.

Doanh thu hoạt động tài chính chỉ đạt 30.9 tỷ đồng (-14.2%yoy) được ghi nhận từ giảm lãi tiền gửi.

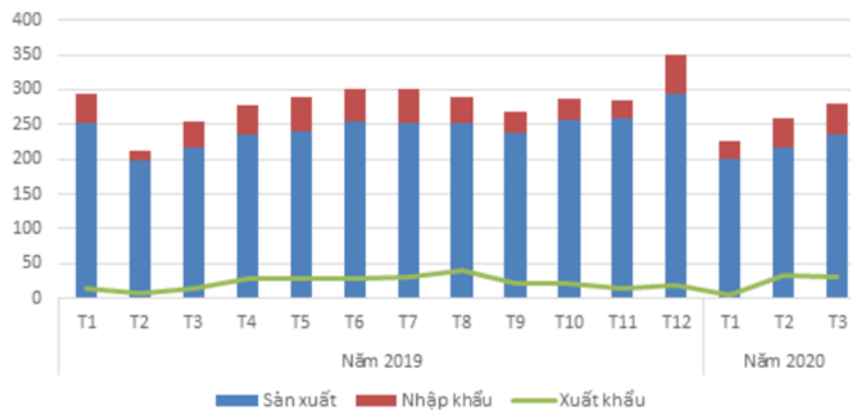
Do lỗi chênh lệch tỉ giá, chi phí tài chính tăng 35.1%, tuy nhiên DCM đã thực hiện tiết giảm các chi phí khác bao gồm chi phí bán hàng và QLDN, giúp giảm lần lượt 17.9% và 12.4%.

### Cập nhật đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh trong năm 2020

Chúng tôi đánh giá thận trọng cho 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 7.291 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 721,8 tỷ đồng, trên cơ sở như sau:

(1) Doanh thu dự kiến sẽ tăng trưởng nhờ lượng tiêu thụ mới từ sản phẩm NPK. Tuy nhiên trong quý 1/2020, nhà máy NPK công suất 300.000 tấn/năm vẫn trong giai đoạn chạy thử và bàn giao do còn nhiều khó khăn từ dịch bệnh, dự kiến nửa cuối năm DCM sẽ quay

trở lại thúc đẩy hoạt động của nhà máy đạt 25-30% sản lượng theo kế hoạch đầu 2020, đáp ứng nhu cầu xuất khẩu đang gia tăng từ đầu 2020. Theo ghi nhận trong quý 1/2020, xuất khẩu NPK tại Việt Nam đã tăng 87% so với cùng kì 2019.



Nguồn: AgroMonitor, PSI tổng hợp

(2) 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, đặc biệt là phân bón của Trung Quốc với giá thành có tính cạnh tranh cao. Dự kiến DCM có thể tiết kiệm 350 tỷ đồng thuế không được khấu trừ.

(3) Trước biến động khó lường của giá dầu thế giới, chúng tôi giả định giá dầu trung bình ở mức khoảng 35 USD/thùng, doanh nghiệp sẽ hưởng lợi từ việc giảm chi phí giá khí. Hiện nay chi phí nguyên liệu chiếm 55-60% giá vốn, trong kịch bản giá dầu giảm giảm như trên thì ước tính giá vốn hàng bán giảm 3%, biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 19% so với 14% trong quý 1/2020.

#### 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. Dựa trên các thay đổi trong quý 1/2020, chúng tôi điều chỉnh dự phóng giá cổ phiếu DCM.

Chúng tôi lấy EPS dự phóng của DCM năm 2020 là 1.241 đồng/cp. Giá mục tiêu theo phương pháp này là **9.178** đồng/cp.

Mã	Tên doanh nghiệp	P/E
HKCI IN Equity	HIKAL LTD	12.91
1986 HK Equity	TSAKER CHEMICAL GROUP LTD	2.31
NFL IN Equity	NATIONAL FERTILIZERS LTD	4.04
GSFC IN Equity	GUJARAT STATE FERT & CHEMICA	3.45
VORG IN Equity	VALIANT ORGANICS LTD	14.28
	<b>Trung bình</b>	<b>7.4</b>

**Báo cáo tài chính**

<b>Income Statement (VND bn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>Chỉ số chính</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Doanh thu thuần	<b>7,176</b>	<b>7,291</b>	<b>7,305</b>	<b>Khả năng sinh lời</b>			
Giá vốn hàng bán	6,084	5,906	6,399	Biên lợi nhuận gộp	15%	19%	12%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,092</b>	<b>1,385</b>	<b>906</b>	Biên EBITDA	24%	30%	24%
Doanh thu tài chính	127	117	170	Biên lợi nhuận trước thuế	6%	10%	4%
Chi phí tài chính	103	185	173	ROE	8%	11%	5%
Lãi/lỗ trong công ty LD,LK	-	-	-	ROA	5%	7%	3%
Chi phí bán hàng	364	382	401	<b>Tăng trưởng</b>			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	201	213	213	Doanh thu	5%	2%	0%
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>551</b>	<b>722</b>	<b>288</b>	Lợi nhuận gộp	-34%	56%	-60%
Lợi nhuận khác	-	-	-	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-35%	54%	-60%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>463</b>	<b>722</b>	<b>288</b>	EPS	-35%	54%	-60%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>428</b>	<b>657</b>	<b>263</b>	Tổng tài sản	-8%	1%	-3%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>427</b>	<b>719</b>	<b>288</b>	VCSH	-8%	1%	-3%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>Thanh khoản</b>			
<b>Balance Sheet (VND bn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	Thanh toán hiện hành	1.29	1.65	1.83
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,250</b>	<b>5,431</b>	<b>6,043</b>	Nợ/tài sản	18%	16%	15%
I. Tiền & tương đương tiền	2,473	3,707	4,220	Nợ/vốn chủ sở hữu	29%	26%	24%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	Khả năng thanh toán lãi vay	4.52	6.06	2.48
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	402	469	470	<b>Định giá</b>			
IV. Hàng tồn kho	1,301	1,181	1,280	EPS (VND)	808	1,241	496
V. Tài sản ngắn hạn khác	74	74	74	BVPS (VND)	11,534	11,993	11,636
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>5,923</b>	<b>4,835</b>	<b>3,881</b>				
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-				
II. Tài sản cố định	5,188	4,501	3,389				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-				
VI. Tài sản dài hạn khác	36	36	36				
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10,173</b>	<b>10,266</b>	<b>9,925</b>				
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4,066</b>	<b>3,917</b>	<b>3,764</b>				
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>3,300</b>	<b>3,299</b>	<b>3,303</b>				
1. Khoản phải trả ngắn hạn	2,144	2,143	2,147				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,156	1,156	1,156				
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>766</b>	<b>618</b>	<b>461</b>				
1. Các khoản phải trả dài hạn	138	146	147				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	628	471	314				
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,106</b>	<b>6,349</b>	<b>6,160</b>				
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	429	672	483				
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	27	27	27				
6. Nguồn vốn khác	356	356	356				
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>10,173</b>	<b>10,266</b>	<b>9,925</b>				

**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.

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
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](http://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, 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) 389 9339

**TRUNG TÂM PHÂN TÍCH****Đào Hồng Dương**

Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: [duonghd@psi.vn](mailto:duonghd@psi.vn)

**Đỗ Trung Thành**

Phó phòng PTDN

Email: [thanhdt@psi.vn](mailto:thanhdt@psi.vn)

**Ngô Hồng Đức**

Chuyên viên phân tích

Email: [Ducnh@psi.vn](mailto:Ducnh@psi.vn)

**Phạm Hoàng**

Chuyên viên phân tích

Email: [phamhoang@psi.vn](mailto:phamhoang@psi.vn)

**Lê Đức Khánh**

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: [khanhld@psi.vn](mailto:khanhld@psi.vn)

**Lê Thị Hà Giang**

Bộ phận truyền thông

Email: [gianglth@psi.vn](mailto:gianglth@psi.vn)

**Nguyễn Minh Hiếu**

Chuyên viên phân tích

Email: [hieunm@psi.vn](mailto:hieunm@psi.vn)

**Nguyễn Hoàng Minh Hương**

Chuyên viên phân tích

Email: [huongnhm@psi.vn](mailto: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.