

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

Giá mục tiêu mới	10,785 VND
Giá mục tiêu trong báo cáo trước	9,178 VND
Giá hiện tại	9,080 VND

**THEO DÕI**
**KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2020**

Luỹ kế 6 tháng đầu năm 2020, doanh nghiệp ghi nhận doanh thu là 3,276.4 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế là 359.9 tỷ đồng, lần lượt giảm 4.9% và tăng 19.9% so với 6 tháng đầu năm 2019.

**Dữ liệu giao dịch**

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	9,600/5,300
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4,849
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	529.4
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	992,006
Sở hữu trong nước (%)	97.57
Sở hữu nước ngoài (%)	2.43
Room nước ngoài (%)	47.13

Năm nay DCM đặt kế hoạch thận trọng do bắt đầu triển khai kinh doanh sản phẩm NPK với lợi nhuận sau thuế kế hoạch là 51,91 tỷ. Như vậy, sau 6 tháng đầu năm doanh nghiệp đã hoàn thành gấp gần 7 lần kế hoạch lợi nhuận.

Nguyên nhân chủ yếu do giá khí đầu vào của DCM được tính neo theo giá dầu với công thức 46% FO + Tariff vận chuyển nên được hưởng lợi nhờ giá dầu thấp nên biên lợi nhuận gộp được cải thiện

**Một số chỉ tiêu chính**
**CẬP NHẬT ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG 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 mặc dù doanh nghiệp có thể hưởng lợi nhờ giá khí đầu vào thấp.

Doanh thu thuần 2020 dự phóng đạt 7.291 tỷ đồng (+1.6% TH 2019) chủ yếu do ảnh hưởng biến đổi khí hậu và xâm nhập mặn trong 6 tháng đầu năm và dự kiến nhà máy sẽ dừng bảo dưỡng theo kế hoạch dừng cấp khí của hệ thống PM3 – Cà Mau trong Quý 3.

Lợi nhuận trước thuế 2020 đạt 721,8 tỷ (+155% TH 2019) chủ yếu nhờ giá khí đầu vào vẫn ở mức thấp trong khi chi phí nguyên liệu đang chiếm từ 55 – 60% giá vốn. Kịch bản được xây dựng trên cơ sở giá dầu trung bình trong năm 2020 đạt mức 40 – 45 USD/thùng

**HƯỞNG LỢI NẾU LUẬT THUẾ GTGT ĐƯỢC THÔNG QUA**

Nghị trình thảo luận Kỳ họp thứ 10, quốc hội khóa XIV sắp tới đây (từ 19/10 – 12/11/2020) chưa đưa sửa đổi Luật thuế vào nội dung thảo luận. Do đó, thời điểm sớm nhất thông qua luật sửa đổi có thể phải từ năm 2021 trở đi

Dự kiến nếu được thông qua, DCM có thể tiết kiệm 300 – 350 tỷ đồng tiền thuế GTGT. Khoản này giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp tăng khoảng 4 – 5% và biên lợi nhuận thuần tăng từ 3 – 4%. Do đó, chúng tôi đánh giá EPS của doanh nghiệp có thể cải thiện lên mức 1,150 – 1,250 VND/cp.

Tương ứng với dài P/E lịch sử của DCM từ khi niêm yết đến nay, giá phù hợp của DCM có thể dao động trong khoảng 9.375 đồng/cp – 16.875 đồng/cp

**Diễn biến giá cổ phiếu**

**Cơ cấu cổ đông**

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	75.56%
CTCP Quản lý quỹ Đầu tư Tài chính Dầu khí	8.52%
Cổ đông khác	15.92%

**Cập nhật tình hình sản xuất – kinh doanh 6 tháng đầu năm 2020**
**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

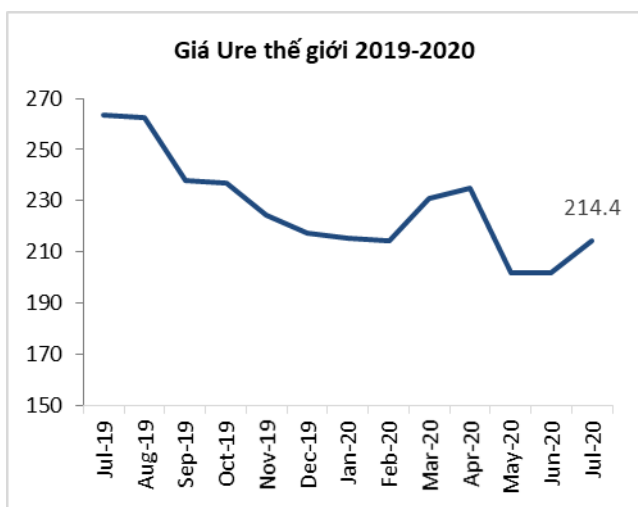
Khoản mục (tỷ đồng)	Q2/2019	Q2/2020	%yoy	6T19	6T20	%ytd
Doanh thu thuần	1,346.8	1,929.6	43.3	3,446.7	3,276.4	-4.9
+ Giá vốn hàng bán	-1,146.5	-1,514.5	32.1	-2,909.0	-2,661.1	-8.5
<b>Lợi nhuận gộp</b>	200.2	415	107.3	537.8	615.3	14.4
<b>Biên LN gộp</b>	<b>14.90%</b>	<b>21.50%</b>		<b>15.60%</b>	<b>18.80%</b>	
+ Thu nhập tài chính	31	45.7	47.4	68.8	76.7	11.4
+ Chi phí tài chính	-35.8	-24.4	-32	-65	-60.2	-7.3
+ Trong đó: Chi phí tiền lãi vay	-15.4	-15.2	-0.9	-48.3	-30.6	-36.6
+ Chi phí bán hàng	-58.8	-112.9	92.1	-158	-171.6	8.6
+ Chi phí quản lý DN	-41.1	-42.3	2.9	-97.4	-83.3	-14.5
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	95.6	281.2	194.2	286.2	376.8	31.7
<b>Biên LN ròng</b>	<b>7.10%</b>	<b>14.60%</b>		<b>8.30%</b>	<b>11.50%</b>	
+ Thu nhập/Chi phí khác	4.5	0.4	-91.4	39	4.9	-87.5
Lợi nhuận trước thuế	100.1	281.6	181.4	325.1	381.7	17.4
Lợi nhuận sau thuế	92.5	265.8	187.4	300.1	358.3	19.4
LNST của cổ đông công ty mẹ	91.3	265.2	190.4	297.8	356.5	19.7

Nguồn: DCM, PSI tổng hợp

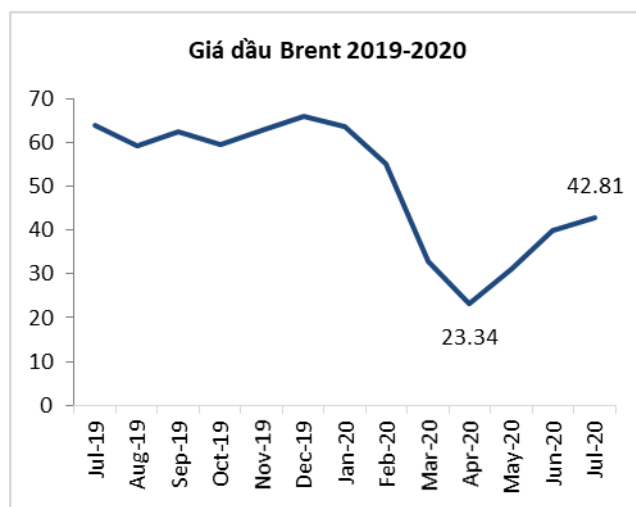
**Biên Lợi nhuận cải thiện:** Biên LN gộp tăng từ 15.6% lên 18.8%, biên LN thuần tăng từ 8.3% lên 11.5% tính trong 6 tháng đầu năm. Nguyên nhân đến từ:

1-Doanh thu giảm với tốc độ chậm hơn chi phí: Cụ thể, mặc dù sản lượng sản xuất Ure đạt 113% kế hoạch 06 tháng, nhưng doanh thu thuần 06 tháng đạt 3,330 tỷ đồng, giảm -5% yoy, nguyên do đến từ giá thành Ure giảm 13% so với cùng kỳ. Trong khi đó, dưới tác động của dịch Covid-19, tính từ đầu năm, giá khí neo theo giá dầu thế giới liên tục giảm và giữ ở mức thấp. Giá khí bình quân 6 tháng rơi vào khoảng 4.36 USD/triệu BTU, làm giá vốn hàng bán giảm -8.5% yoy.

Đơn vị: USD/tấn



Đơn vị: USD/thùng



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

2-Công ty gia tăng khoản chi phí bán hàng so cùng kỳ, lên mức 113 tỷ đồng trong quý 2/2020, do chi phí vận chuyển, bốc xếp lưu kho và quảng cáo, truyền thông tăng. Bù lại, chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 15% còn 42 tỷ đồng do công ty không phát sinh phí quản lý phải nộp PVN khoảng 13,5 tỷ đồng như quý II/2019. Chi phí lãi vay thu hẹp 37% do trong kỳ, dòng tiền hoạt động tài chính âm 190.2 tỷ đồng, chủ yếu do doanh nghiệp trả bớt nợ vay Ngoài ra, trong 6 tháng đầu năm, dòng tiền hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp dương 227.8 tỷ đồng, so với cùng kỳ âm 158.8 tỷ đồng.

3- Nguyên nhân khác hỗ trợ hoạt động kinh doanh của DCM: (1) giá lúa gạo, nông sản, thực phẩm tăng, tạo động lực cho nông dân một số vùng không bị ảnh hưởng hạn mặn quay trở lại canh tác lúa gạo, lượng tiêu thụ ure vẫn duy trì không kém hơn những năm trước; (2) nguồn cung cấp khí ổn định, nhà máy Đạm Cà Mau duy trì sản xuất ở công suất 110%, ổn định, an toàn.

**Nhà máy NPK:** Ngày 29/07/2020, DCM tổ chức Lễ gắn biển công trình sản xuất phân bón phức hợp từ urea nóng chảy, đồng thời chính thức vận hành, chạy thử nghiệm và chuẩn bị các phương án thị trường. Nhà máy dự kiến có công suất 300.000 tấn/năm, nâng sản lượng mặt hàng phân Ure của DCM trong thời gian cao điểm vụ Hè Thu.

### **Đánh giá triển vọng hoạt động từ nửa cuối 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, tương đương tăng 1.76% và 155% so với cùng kỳ 2019 trên cơ sở như sau:

(1) Doanh thu thuần tăng không nhiều. Nguyên nhân đến từ tình trạng dư cung phân bón Ure vẫn tiếp diễn, tác động từ biến đổi khí hậu và xâm nhập mặn có thể khiến diện tích trồng lúa có thể bị thu hẹp lại làm giảm nhu cầu sử dụng phân bón. Nhà máy dừng bảo dưỡng theo kế hoạch dừng cấp khí của hệ thống PM3 – Cà Mau trong Quý 3 làm giảm sản lượng, tăng giá thành sản phẩm.

(2) Lợi nhuận tăng trưởng mạnh. Nguyên nhân đến từ giá khí đầu vào tiếp tục được hưởng lợi từ sự sụt giảm giá dầu thô thế giới. Dự báo trong năm 2020 giá dầu duy trì ở mức trung bình 35-45 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 trong năm 2020 thì ước tính giá vốn hàng bán giảm 3%, biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 19% so với 14% trong quý 1/2020. Các chi phí khác như chi phí quản lý doanh nghiệp, chi phí tài chính tiếp tục tiết giảm do doanh nghiệp có nguồn tiền mặt dồi dào.

(3) Nhà máy NPK đưa vào chạy vận hành thử nghiệm và kỳ vọng sản xuất sản phẩm phân bón hỗn hợp chất lượng cao từ Quý 3/2020. Kỳ vọng đạt 25-30% sản lượng theo kế hoạch đầu 2020, đáp ứng nhu cầu xuất khẩu đang gia tăng. Đây là phần gia tăng doanh thu cho DCM, tuy nhiên, chúng tôi đánh giá phần này tăng chưa nhiều do nhà máy cần thời gian hoạt động ổn định trong 1-2 năm đầu trước khi đạt công suất tối đa.

(4) Chính sách thuế: Thông tin về chính sách thuế sửa đổi Luật thuế 71/2014/QH13 được thị trường kỳ vọng là yếu tố hỗ trợ tích cực cho tình hình sản xuất – kinh doanh của DCM. Theo đó, Luật sửa đổi 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 nếu được thông qua, DCM có thể tiết kiệm 300 – 350 tỷ đồng tiền thuế GTGT. Khoản này giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp tăng khoảng 4 – 5% và biên lợi nhuận thuần tăng từ 3 – 4%.

Mặc dù vậy, theo tìm hiểu của chúng tôi, nghị trình thảo luận Kỳ họp thứ 10, quốc hội khóa XIV sắp tới đây (từ 19/10 – 12/11/2020) chưa đưa sửa đổi Luật thuế vào nội dung thảo luận. Do đó, thời điểm sớm nhất thông qua luật sửa đổi cũng phải từ năm 2021 trở đi. Chúng tôi đánh giá thông tin này hỗ trợ doanh nghiệp tích cực trong ngắn và trung hạn kể từ thời điểm luật được thông qua.

**Định giá doanh nghiệp**
**Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF**

Với phương pháp này, chúng tôi dự phóng dòng tiền trong các năm tới của doanh nghiệp, sử dụng FCFF để tiến hành chiết khấu dòng tiền về hiện tại. Giá mục tiêu của DCF là **11,589 đồng/cp**

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Giá trị vĩnh viễn
<b>EBIT</b>	524,479	842,108	807,337	773,433	728,473	
Thuế suất	9.00%	9.00%	10.00%	10.00%	20.00%	
<b>NOPAT (Net Operating Profit after Tax)</b>	477,276	766,319	726,604	696,090	582,778	
<b>FCFF</b>	1,446,919	1,836,741	1,993,892	1,415,667	2,021	23,349
<b>Tỉ suất chiết khấu</b>	9%	9%	9%	9%	9%	9%
<b>Chiết khấu dòng tiền</b>	1,331,644	1,555,735	1,554,295	1,015,633	1,335	15,417
<b>Định giá</b>						
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	5,474,058					
<b>Tổng nợ vay</b>	1,784,844					
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	27,227					
<b>Tiền mặt</b>	2,473,290					
<b>Giá trị vốn cổ phần</b>	6,135,277					
<b>SLCP đang lưu hành</b>	529,400,000					
<b>Giá mục tiêu</b>	11,589					

**Phương pháp so sánh P/E & P/B**

Chúng tôi lấy EPS dự phóng của DCM năm 2020 là 845 đồng/cp, BVPS dự phóng là 11,562 đồng/cp. Giá mục tiêu theo phương pháp so sánh P/E, P/B lần lượt là 9,513 đồng/cp và 11,254 đồng/cp.

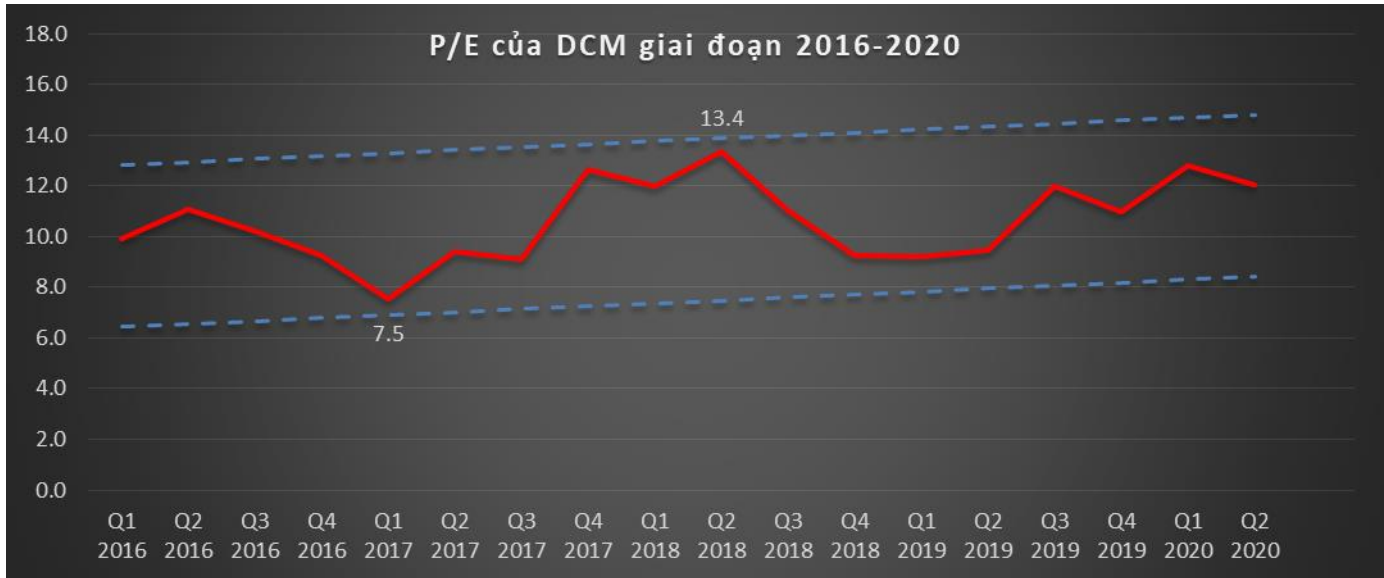
**Mẫu so sánh: Các doanh nghiệp phân ngành cấp IV theo chuẩn ICB thuộc khu vực Châu Á mới nổi**

Ticker	Name	P/E	P/B
1708 TT	SESODA CORP	31.95	0.98
PAUS IN	PAUSHAK LTD	15.27	2.35
001390 KS	KG CHEMICAL CORP	1.26	0.41
NFL IN	NATIONAL FERTILIZERS LTD	5.86	0.47
DPM VN	PETROVIETNAM FERT & CHEMICAL	8.83	0.67
1986 HK	TSAKER CHEMICAL GROUP LTD	4.38	0.96
<b>Trung bình</b>		<b>11.26</b>	<b>0.97</b>

**Tổng hợp kết quả định giá:**

Phương pháp	Định giá
DCF	11,589
P/B	11,254
P/E	9,513
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>10,785</b>

**Kịch bản giá CP: Trong trường hợp Luật sửa đổi luật thuế 71/2014/QH13 được thông qua**, DCM kỳ vọng được khấu trừ hơn 300 tỷ đồng tiền thuế mỗi năm. Do đó, chúng tôi đánh giá EPS của doanh nghiệp có thể cải thiện lên mức 1,150 – 1,250 VNĐ/cp.



P/E lịch sử của DCM biến động trong khoảng từ 7.5x đến 13.5x. Giả định các yếu tố khác không đổi, khi EPS được cải thiện, chúng tôi có các kịch bản giá CP của DCM theo P/E như sau:

Các kịch bản P/E	7.5	8.5	9.5	10.5	11.5	12.5	13.5
Giá CP khi EPS = 1150	8,625	9,775	10,925	12,075	13,225	14,375	15,525
Giá CP khi EPS = 1250	9,375	10,625	11,875	13,125	14,375	15,625	16,875

**Báo cáo tài chính**

Income Statement (VND bn)	2019	2020F	2021F	Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	7,176	7,291	7,305	<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>				



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 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](mailto:duongdh@psi.vn)

**Đỗ Trung Thành**

Phó Phòng PTĐN  
Email: [thanhtd@psi.vn](mailto:thanhtd@psi.vn)

**Lê Thị Hà Giang**

Bộ phận truyền thông  
Email: [gianglh@psi.vn](mailto:gianglh@psi.vn)

**Vũ Huyền Hà My**

Bộ phận truyền thông  
Email: [myvh@psi.vn](mailto:myvh@psi.vn)

**Ngô Hồng Đức**

Chuyên viên phân tích  
Email: [ducnh@psi.vn](mailto:ducnh@psi.vn)

**Đồng Khau Tú**

Chuyên viên phân tích  
Email: [tudk@psi.vn](mailto:tudk@psi.vn)

**Nguyễn Hoàng Minh Hương**

Chuyên viên phân tích  
Email: [huongnhm@psi.vn](mailto:huongnhm@psi.vn)

**Phạm Hoàng**

Chuyên viên phân tích  
Email: [hoangnm@psi.vn](mailto:hoangnm@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.