

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

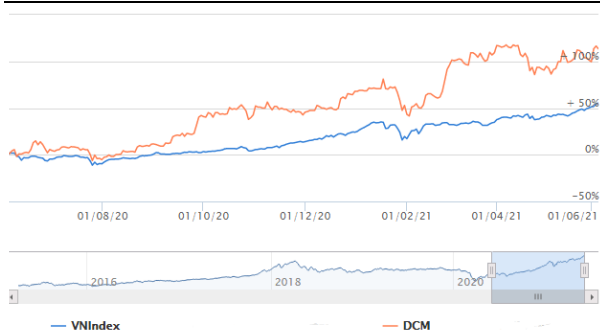
Giá mục tiêu	22,900 VND
Giá hiện tại	17,750 VND

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	18,200/7,400
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	9,396.8
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	529.4
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	3,259,306
Sở hữu trong nước (%)	96.79
Sở hữu nước ngoài (%)	3.21
Room nước ngoài (%)	49

Một số chỉ tiêu chính

	2019	2020	2021E
Doanh thu (tỷ VND)	7,043	7,561	7,939
LN gộp (tỷ VND)	959	1,317	1,519
EBIT (tỷ VND)	550	760	897
LN ròng (tỷ VND)	426	661	808
Tăng trưởng LNR (%)	-35%	55%	22%
EPS (VND)	808	1,251	1,527
Tăng trưởng EPS (%)	-35%	55%	22%
BVPS (VND)	11,534	11,950	12,970
ROE (%)	7	11	12
ROA (%)	4	7	9

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%

MUA
TRIỂN VỌNG 2021: GIÁ BÁN TỐT BÙ ĐẮP CHI PHÍ

Giá khí nguyên liệu, giá phân bón tăng cao trong năm 2021: Giá dầu dự báo tăng ở mức trung bình 60 USD/thùng khiến giá khí nguyên liệu tăng cao. Đồng thời, nguồn cung phân bón đang hạn chế do thiếu hụt từ lượng nhập khẩu, nhất là từ thị trường Trung Quốc. Nông sản được giá cũng là yếu tố hỗ trợ gia tăng nhu cầu sử dụng phân bón.

TÌNH HÌNH KINH DOANH QUÝ 1/2021

Lợi nhuận sau thuế đạt 77% kế hoạch năm: CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) đặt mục tiêu sản xuất kinh doanh thận trọng trong năm 2021, khi các chỉ tiêu đều thấp hơn tương đối so với số thực hiện năm 2020. Ngay quý đầu năm nay, DCM ghi nhận 1,873 tỷ đồng doanh thu thuần, 152 tỷ đồng LNST (trong khi KH2021 cho chỉ tiêu này là 197.4 tỷ đồng).

Giá phân bón trung bình tăng 18%, bù đắp chi phí giá khí: Giá phân bón thành phẩm Ure trung bình theo công bố từ DCM là 7,067 VND/kg trong Quý 1, tương ứng tăng 18% so với mức giá 6,000 VND/kg so với quý 1 cùng kỳ năm 2020.

DCM thông qua kế hoạch chi trả cổ tức 2021 dự kiến là 5%

Định giá

Giá mục tiêu 22,900 VND: Chúng tôi nâng triển vọng giá mục tiêu từ 20,450 VND trong báo cáo gần nhất, lên thành 22,900 VND theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, tương ứng với giả định mảng kinh doanh NPK đóng góp vào tăng trưởng 5% doanh thu mỗi năm trong ba năm tiếp theo (upside 29% so với giá hiện tại)

Cập nhật chỉ tiêu kế hoạch sản xuất kinh doanh 2021
DCM công bố kế hoạch kinh doanh năm 2021 với các chỉ tiêu thận trọng

Cụ thể, DCM đặt mục tiêu doanh thu thuần hơn 7,800 tỷ đồng, **tăng trưởng ở mức 3.7%** so với doanh thu thực hiện năm 2020. Chỉ tiêu Lợi nhuận sau thuế (LNST) là 197.4 tỷ đồng, giảm 70% so với cùng kỳ 2020.

Bảng 1-Chỉ tiêu 2021

Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ DCM 2021

Chỉ tiêu	TH2020	KH2021	Q1.21	%Q1.21 sv KH
Doanh thu thuần (tỷ VND)	7,563	7,839	1,873	24%
LNST (tỷ VND)	662.45	197.4	152	77%
Giá dầu (USD/thùng)		45	65	144%
Giá khí (USD/trBTU)		4.792	5.8	121%
Giá Ure (VND/kg)			7,076	
Cổ tức	8%	5%		

Sản lượng sản xuất (tấn)

Ure	934,770	860,000
- Phân bón từ gốc Ure	35,510	42,000
NPK		155,000

Sản lượng tiêu thụ (tấn)

Ure	1,008,440	791,000	216,000	27%
- Phân bón từ gốc Ure	171,480	42,000		
NPK		155,000		
Phân bón tự doanh		150,000		

Đáng chú ý, kết quả kinh doanh Quý 1 cho thấy triển vọng khả quan có thể vượt trội mục tiêu đề ra

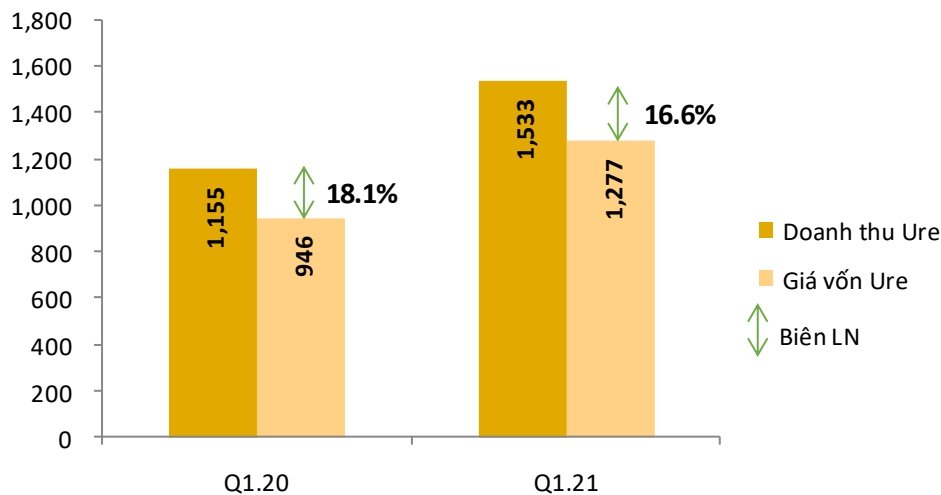
DCM công bố **kết quả kinh doanh Quý 1/2021 tương đối tích cực**, với doanh thu ghi nhận là 1,873 tỷ đồng, LNST đạt 152 tỷ đồng, **tương đương với 77% so với kế hoạch năm**. Trong đó, sản lượng Ure tiêu thụ trong quý đầu tiên đạt 216,000 tấn, tương đương 27% so với kế hoạch đề ra.

Giá bán Ure tăng cao, bù đắp chi phí giá khí và đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận

Theo chỉ tiêu kế hoạch đề ra từ ban lãnh đạo của DCM, kịch bản giá khí xây dựng trong năm 2021 là 4.792 USD/trBTU, tương ứng với giá dầu 45 USD/thùng. Tuy nhiên, ngay trong Quý 1, giá dầu hồi phục ở mức cao, ước tính đạt 65 USD/thùng, tương đương giá khí là 5.8 USD/trBTU. Như vậy, giá khí nhiên liệu cho sản xuất phân bón tăng 21% so với kế hoạch. Theo ước tính từ DCM, giá khí tăng thêm trong Quý 1 đã làm chi phí gia tăng khoảng 115 tỷ đồng. Tuy nhiên, khi so sánh tình hình kinh doanh của DCM so với quý 1 cùng kỳ, chúng tôi nhận thấy giá bán mặt hàng Ure tăng cao đã hỗ trợ bù đắp chi phí, giữ cho biên lợi nhuận không suy giảm.

Biểu đồ 1: Doanh thu, giá vốn Ure DCM

Đơn vị: tỷ VND



Nguồn: BCHN Q1 DCM

Bảng 2: Một số chỉ tiêu của Quý 1/2021 so với cùng kỳ

Khoản mục (tỷ đồng)	Q1/2020	Q1/2021	%YoY
Doanh thu thuần	1,347	1,873	39%
+ Giá vốn hàng bán	1,147	1,605	40%
Lợi nhuận gộp	200	267	34%
Biên LN gộp	14.87%	14.27%	

Trong cơ cấu doanh thu của DCM, tỷ trọng của sản phẩm phân bón Ure chiếm từ 80-85%. Chi phí sản xuất Ure phụ thuộc phần lớn vào giá khí nguyên liệu đầu vào. Kết quả Quý 1 vừa rồi cho thấy **biên lợi nhuận gộp của kinh doanh sản phẩm Ure vẫn giữ ổn định** (16.6%) so với cùng kỳ (18.1%). Trong khi doanh thu và giá vốn có tốc độ tăng trưởng gần như tương đương nhau (33-35%) (Biểu đồ 1).

Điều này cũng được phản ánh trong chỉ tiêu chung (Bảng 2), khi **doanh thu và giá vốn tăng trưởng tương ứng khoảng 39-40%, điều này giúp biên LN gộp giữ ổn định ở mức trên 14%**. Như vậy, giá khí đầu vào tăng hơn 20% được bù đắp hoàn toàn từ giá bán đầu ra thành phẩm. Theo đó, giá bán trung bình sản phẩm Đạm Cà Mau trong quý đầu năm 2021 là 7,076 VND/kg, tăng hơn 30% so với mức giá trung bình khoảng 6,000 VND/kg trong quý 1 cùng kỳ.

Yếu tố hỗ trợ giá phân bón tăng cao

Chúng tôi đánh giá sản phẩm phân bón Ure của DCM nói riêng và các sản phẩm phân bón nói chung sẽ giữ ở mức giá cao hơn tương đối so với mặt bằng năm 2020 (Chẳng hạn, giá phân bón Đạm Cà Mau hiện đang ở mức 10,000-11,000 VND/kg tại các đại lý phía Nam), do một số nguyên nhân sau đây:

- (1)-Tình hình **giá nông sản ở mức cao**, nông dân có nhu cầu không chỉ vào vụ Đông Xuân sớm, mà thậm chí nối vụ Hè Thu, dẫn đến nhu cầu tiêu thụ phân bón đẩy lên cao;
- (2)-Các nhà máy sản xuất phân bón tại Trung Quốc đối mặt với tình trạng khan hiếm khí và than nên sản lượng phân bón giảm, nguồn phân bón nhập khẩu cũng giảm theo. Điều này dẫn đến **cung nội địa hạn chế**;
- (3)-Giá dầu hồi phục, dự báo ở mức trung bình 60 USD/thùng trong năm 2021, dẫn đến **chi phí nguyên liệu đầu vào gia tăng**, cũng như cước phí vận chuyển hàng hóa cũng tăng theo.

Triển vọng kinh doanh năm 2021

Ngoài yếu tố giá thành phẩm hỗ trợ giảm chi phí nguyên liệu đầu vào ở trên, DCM cho thấy một số tín hiệu sản xuất kinh doanh tích cực khác. Cụ thể, DCM đã xuất xưởng lô phân bón NPK đầu tiên với sản lượng 20,000 tấn đúng vào dịp mùa vụ Hè Thu, tiêu thụ tại Đồng bằng Sông Cửu Long. **Mảng phân bón NPK hứa hẹn sẽ là động lực tăng trưởng cho DCM trong những năm tiếp theo**, bên cạnh sản phẩm Ure đã chiếm lĩnh thị trường rộng lớn là miền Tây Nam Bộ và Campuchia.

Lợi thế mảng NPK của DCM đến từ:

- (1)-Tận dụng nguồn nguyên liệu Ure nóng chảy tự sản xuất được;
- (2)-Thị trường tiêu thụ truyền thống, có sức hấp thụ tốt và thuận tiện trong khâu vận chuyển (đặc biệt là thị trường Campuchia)

DCM hiện đang thực hiện triển khai ứng dụng công nghệ thông tin trong quản lý và vận hành bán hàng, đồng thời tăng nhận diện thương hiệu đối với thị trường. Ngay trong quý 1, DCM đã chi hơn 24 tỷ đồng cho chi phí quảng cáo quyền thông (gần hơn hai lần so với cùng kỳ). Đồng thời, DCM cũng đăng ký bổ sung thêm ngành nghề kinh doanh là Trang thông tin điện tử tổng hợp, với trang web và ứng dụng “2 nông” cung cấp dữ liệu về thị trường nông nghiệp nói chung và phân bón nói riêng.

Yếu tố cần theo dõi khác:

- (1) DCM dự kiến bảo dưỡng nhà máy vào tháng 08/2021 trong khoảng 19-21 ngày;
- (2) Triển vọng Luật thuế GTGT 71 được thông qua và áp dụng từ năm 2021.

Định giá doanh nghiệp
Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi dựa trên các giả định sau đây:

- 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. Điều này góp phần tăng trưởng doanh thu 5% trong năm 03 năm tiếp theo, sau đó giảm dần về mức tăng trưởng 3% đều đặn mỗi năm;
- Giá vốn hàng bán ổn định ở mức 81% so với tổng doanh thu, tương ứng biên LN gộp 19% mỗi năm.
- Nợ vay trả đều theo từng năm, hướng tới cơ cấu không còn nợ vay dài hạn.

Bảng 3-Kết quả dự phóng dòng tiền FCFF

Đơn vị: trVND	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
LNST	808,381	852,033	892,377	932,422	968,765	1,002,631	1,036,947	1,068,945	1,100,454	1,129,707	1,098,817
Dòng tiền thuần trước thay đổi VLĐ	1,183,501	1,237,736	1,288,413	1,336,750	1,381,957	1,425,600	1,469,423	1,508,379	1,547,679	1,587,437	1,517,388
Thay đổi vốn lưu động	122,673	(4,345)	7,935	46,385	13,766	20,123	24,638	15,920	19,103	20,327	19,533
DÒNG TIỀN HỖKD (CFO)	1,306,174	1,233,391	1,296,347	1,383,135	1,395,723	1,445,723	1,494,061	1,524,299	1,566,782	1,607,763	1,536,921
- Capex	(319,785)	(329,379)	(339,270)	(434,606)	(445,737)	(370,722)	(381,843)	(393,299)	(419,703)	(514,489)	(2,985,326)
+ I(1-t)	27,159	7,639	5,201	3,574	2,469	1,710	1,188	827	577	403	281
= FCFF	1,013,547	911,651	962,278	952,103	952,455	1,076,711	1,113,406	1,131,827	1,147,656	1,093,677	12,981,425

Bảng 4-Kết quả định giá

WACC 10.9%

Kết quả định giá	
PV(FCFF)	10,180,705
- Tổng nợ vay	822,469
+ Tiền mặt	2,811,995
= Giá trị cổ phần (triệu VND)	12,170,231
/ SL CP đang lưu hành	529,400,000
Giá mục tiêu (VND)	22,900

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 **22,900 VND/cp**

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	7,561	7,939	8,336
Giá vốn hàng bán	(6,244)	(6,420)	(6,741)
Lợi nhuận gộp	1,317	1,519	1,595
Doanh thu hoạt động tài chính	643	757	770
Chi phí tài chính	(63)	(29)	(8)
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết			
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(673)	(763)	(826)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1,224	1,485	1,531
Lợi nhuận khác	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	717	868	918
Lợi nhuận sau thuế	662	808	852
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	661	808	852
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	1	-	-
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2,020	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	3,978	4,589	5,197
I. Tiền & tương đương tiền	510	635	1,283
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,302	2,269	2,191
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	217	406	381
IV. Hàng tồn kho	834	1,173	1,234
V. Tài sản ngắn hạn khác	115	105	108
Tài sản dài hạn	4,739	4,691	4,634
I. Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0
II. Tài sản cố định	4,716	4,657	4,600
V. Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-
VI. Tài sản dài hạn khác	23	33	34
Tổng tài sản	8,717	9,279	9,831
Nợ phải trả	2,391	2,413	2,377
I. Nợ ngắn hạn	2,050	2,132	2,116
1. Khoản phải trả ngắn hạn	709	879	915
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	685	97	57
II. Nợ dài hạn	341	281	261
1. Các khoản phải trả dài hạn	204	185	194
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	137	96	67
Vốn chủ sở hữu	6,326	6,866	7,454
1. Vốn điều lệ	5,294	5,294	5,294
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	1,002	1,546	2,133
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	26	26	26
5. Nguồn vốn khác	4	4	-
Tổng nguồn vốn	8,717	9,279	9,831

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F
Định giá			
EPS	1,251	1,527	1,609
BVPS	11,950	12,970	14,080
Cổ tức	8%	5%	5%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	17%	19%	19%
Biên EBITDA	27%	16%	16%
Biên lợi nhuận trước thuế	9%	11%	11%
ROE	11%	12%	12%
ROA	7%	9%	9%
Tăng trưởng			
Doanh thu	7%	5%	5%
Lợi nhuận gộp	37%	15%	5%
Lợi nhuận sau thuế	55%	22%	5%
EPS	55%	22%	5%
Total Asset	-14%	6%	6%
Equity	4%	9%	9%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.94	2.15	2.46
Thanh toán nhanh	1.53	1.60	1.87
Nợ/tài sản	0.27	0.26	0.24
Nợ/VCSH	0.38	0.35	0.32
Khả năng thanh toán lãi vay	17.55	30.77	112.53

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

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.