

## KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 40.400 Đồng/cp

Giá hiện tại (ngày 15/11/2021): 38.800 Đồng/cp

Nguyễn Trần Phương Nga

[ngantp@ssi.com.vn](mailto:ngantp@ssi.com.vn)

+84 28 3636 3688 ext. 3050

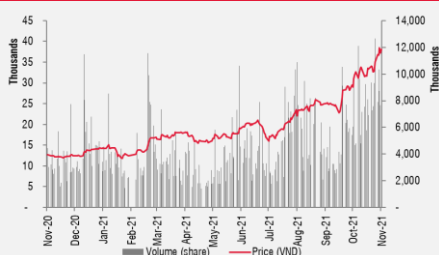
Ngày 15/11/2021

### NGÀNH NGUYÊN VẬT LIỆU

#### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	891
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	20.170
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	529
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	38,45/11,5
KLGD trung bình 3 tháng	6.298.340
GTGD trung bình 3T (tr USD)	8,08
GTGD trung bình 3T (tỷ VND)	182,95
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	4,67
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	75,56
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

#### Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

#### Thông tin cơ bản về công ty

DCM là công ty hạ nguồn do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) thành lập. Công ty chuyên sản xuất phân bón urê từ nguồn khí đầu vào do PVN cung cấp. Vào tháng 12/2014, PVN đã tiến hành IPO đối với DCM, và theo đó, giảm tỷ lệ sở hữu từ 100% xuống 75%.

## Lợi nhuận tiếp tục bền vững đến nửa đầu năm 2022 do giá urea ở mức cao

Chúng tôi nhắc lại khuyến nghị KHẢ QUAN đối với DCM, và nâng giá mục tiêu 1 năm lên 40.400 đồng/ cp (từ 31.500 đồng/cp) – tương ứng mức sinh lời 8,1% (bao gồm 4% tỷ suất cổ tức). Triển vọng cải thiện dựa trên ước tính lợi nhuận trước thuế Q3/2021 là 393 tỷ đồng (+257% YoY). Kết quả này vượt xa ước tính của SSI Research là 300 tỷ đồng, do giá urea ở mức cao thúc đẩy KQKD vượt trội của DCM. Chúng tôi tăng 53% và 44% ước tính LNTT 2021 và 2022 lên 1.559 tỷ đồng (+118% YoY) và 1.588 tỷ đồng (+2% YoY). Tình trạng thiếu cung than hiện tại cùng với việc Trung Quốc hạn chế sản xuất và nhu cầu cao từ Ấn Độ có thể hỗ trợ giá urea tăng. Nhà đầu tư có thể cân nhắc tích lũy cổ phiếu khi giá urea điều chỉnh trong ngắn hạn.

## Kết quả kinh doanh Q3/2021

(tỷ đồng)	3Q21	3Q20	YoY	2Q21	QoQ	% KH 2021	TSLN			
							3Q21	3Q20	2Q21	2020
Doanh thu thuần	1.811,7	2.019,0	-10,3%	2.363,6	-23,3%	77,2%				
Lợi nhuận gộp	583,2	256,9	127,0%	516,9	12,8%		32,2%	12,7%	21,9%	17,4%
Lợi nhuận hoạt động	393,9	88,8	343,7%	307,2	28,2%		21,7%	4,4%	13,0%	8,5%
EBIT	394,1	117,7	234,9%	307,2	28,3%		21,8%	5,8%	13,0%	10,0%
EBITDA	-282,8	446,2	-163,4%	655,3	-143,2%		-15,6%	22,1%	27,7%	27,5%
Lợi nhuận trước thuế	393,3	110,1	257,2%	305,4	28,8%	409,6%	21,7%	5,5%	12,9%	9,5%
Lợi nhuận ròng	373,9	102,4	265,0%	278,8	34,1%		20,6%	5,1%	11,8%	8,8%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	376,7	100,7	274,0%	282,3	33,4%		20,8%	5,0%	11,9%	8,7%

Nguồn: DCM, SSI Research

Trong Q3/2021, DCM đạt doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế là 1,8 nghìn tỷ đồng (-10% YoY) và 393 tỷ đồng (+257% YoY), vượt ước tính của chúng tôi là 300 tỷ đồng (+173% YoY). Lũy kế 9T2021, doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế là 6 nghìn tỷ đồng (+14% YoY) và 860 tỷ đồng (+74% YoY), hoàn thành 77% và 410% kế hoạch năm cần trọng của công ty.

- Urea:** Giá bán trung bình của urea thế giới tăng 70% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ giảm -48% YoY do: (1) giá bán cao; và (2) doanh thu xuất khẩu giảm. Doanh thu trong nước tăng 12% YoY, trong khi xuất khẩu giảm -52% YoY trong Q3/2021. Do giá urea tăng, Chính phủ đã khuyến khích các công ty sản xuất urea giảm xuất khẩu để đảm bảo đủ urea tiêu thụ trong nước. Quý 3 là mùa thấp điểm tại Việt Nam, thị trường trong nước chưa thể hấp thụ phần giảm xuất khẩu. Mặc dù vậy, tiêu thụ nội địa có thể phục hồi khi vụ đông bắt đầu (vào cuối Q4). **Chúng tôi ước tính chi phí khí đầu vào Q3/2021 là 6,9 USD/mmbtu (+49% YoY).** Do chi phí khí tăng chậm hơn giá bán urea, biên lợi nhuận gộp mảng urea cải thiện từ 16% trong Q3/2020 lên 36% trong Q3/2021.
- NPK:** DCM ghi nhận doanh thu NPK trong 6T2021. Theo đó, sản lượng tiêu thụ Q3/2021 và 9T2021 đạt 12,4 và 29,9 nghìn tấn. Giá bán trung bình NPK trong Q3/2021 nằm trong khoảng 9.100 đồng – 9.200 đồng/kg tùy theo công thức, và thấp hơn so với các công ty sản xuất NPK khác như DPM là 9.900 đồng/kg.
- Phân bón thương mại:** Doanh thu giảm -55% YoY do: (1) thiếu vắng đóng góp từ NPK; và (2) mức so sánh cao trong Q3/2020. Trong nửa cuối năm 2020, DCM đã chịu áp lực giải phóng hàng tồn kho do giá bán giảm. Do đó, doanh thu phân bón thương mại ở mức cao, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp mỏng (4%-5% trong nửa cuối 2020 so với 10%-13% trong nửa đầu 2020 và 12-15% trong nửa đầu 2021). Mặc dù doanh thu Q3/2021 giảm mạnh, biên lợi nhuận gộp của DCM ở mức cao đáng kể là 64%, điều này có thể giải thích bởi việc thay đổi danh mục sản phẩm.

Biên lợi nhuận gộp chung tăng đáng kể từ 12,7% trong Q3/2020 lên 32,2% do lợi nhuận urea và phân bón thương mại cải thiện.

Thu nhập tài chính ròng tăng 60% so với cùng kỳ do cân đối tiền mặt tăng.

Tỷ lệ chi phí SG&A/ doanh thu tăng từ 8,5% lên 12,5%, do công ty phát sinh tăng chi phí bán hàng và marketing cho sản phẩm NPK mới ra mắt.

## Ước tính 2021-2022

Chúng tôi ước tính giá urea sẽ tiếp tục đà tăng hiện tại trong Q4/2021 do Trung Quốc thắt chặt nguồn cung. Mặc dù Chính phủ Trung Quốc đã can thiệp vào thị trường than thông qua thiết lập giá trần, chúng tôi cho rằng điều này chỉ giải quyết giá than cao mà không giải quyết được tình trạng khan hiếm than vào mùa đông này. Dựa trên

tình trạng khan hiếm than và khủng hoảng điện tại Trung Quốc, chúng tôi ước tính việc thắt chặt sản xuất urea vẫn tiếp diễn và có thể hỗ trợ giá urea trong ngắn hạn. Giá urea nửa đầu năm 2022 có thể cao hơn nửa đầu năm 2021. Ngoài ra, giá dầu/khí tăng cũng hỗ trợ giá urea tăng, mặc dù điều này ảnh hưởng tiêu cực đến chi phí sản xuất của DCM.

Chúng tôi tăng 53% và 44% ước tính LNTT 2021 và 2022, do giá urea cao hơn ước tính.

Chúng tôi ước tính LNTT Q4/2021 là 699 tỷ đồng (+303% YoY). DCM bắt đầu bảo dưỡng nhà máy từ ngày 8/11/2021 (kéo dài 14 ngày). Mặc dù sản lượng tiêu thụ urea có thể giảm do bảo dưỡng nhà máy, lợi nhuận Q4/2021 vẫn mạnh mẽ nhờ giá bán urea cao.

	2020	2021	2022	
<b>Urea</b>				
Doanh thu (tỷ đồng)	6.073	7.569	7.903	
YoY		25%	4%	
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	1.008	799	820	2021: Sản lượng tiêu thụ giảm do bảo dưỡng nhà máy và giá bán cao.
YoY		-21%	3%	2022: Sản lượng tiêu thụ hồi phục, do không còn hoạt động bảo dưỡng.
Giá bán trung bình (1.000 đồng/kg)	6,0	9,5	9,6	2021: giá bán urea tăng do chi phí đầu vào tăng (than và khí) và Trung Quốc cắt giảm sản lượng vì mục tiêu nền kinh tế cacbon thấp (decarbonization).
YoY		57%	2%	2022: Giá bán urea có thể cao hơn cùng kỳ trong nửa đầu năm và giảm trong nửa cuối năm.
<b>NPK</b>				
Doanh thu (tỷ đồng)	-	414	690	
YoY		N,a	67%	
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	-	45	80	2021: Giới thiệu sản phẩm NPK trong Q2/2021. Công suất đạt 20%.
YoY		N,a	78%	2022: Công suất đạt 27%
Giá bán trung bình (1.000 đồng/kg)	-	9,2	8,6	2022: Giá bán ước tính giảm, cùng với đà giảm của chi phí nguyên liệu.
YoY		N,a	-6%	
<b>Phân bón thương mại</b>				
Doanh thu (tỷ đồng)	1.331	1.148	1.192	2021: Doanh thu giảm từ mức cao trong 2020, khi công ty giải phóng hàng tồn kho cũ.
YoY		-14%	4%	2022: Doanh thu hồi phục.
Giá nhiên liệu (USD/tấn)	249	391	410	
YoY		57%	5%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	48	73	75	
YoY		52%	3%	
Chi phí khí đầu vào (USD/mmbtu, bao gồm VAT)	4,6	6,6	6,8	
YoY		43%	4%	
<b>Tổng doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>7.561</b>	<b>9.496</b>	<b>9.929</b>	
YoY		26%	5%	
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)</b>	<b>1.317</b>	<b>2.359</b>	<b>2.391</b>	
Biên lợi nhuận gộp	17,4%	24,8%	24,1%	
<b>Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)</b>	<b>717</b>	<b>1.559</b>	<b>1.588</b>	
YoY		118%	2%	

Nguồn: DCM, SSI Research

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	471	510	1.977	3.270
+ Đầu tư ngắn hạn	2.002	2.302	1.700	2.300
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	402	217	285	298
+ Hàng tồn kho	1.301	834	714	754
+ Tài sản ngắn hạn khác	74	115	0	0
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.250</b>	<b>3.978</b>	<b>4.675</b>	<b>6.622</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	5.188	3.955	3.400	1.946
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	699	761	761	761
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	36	23	0	0
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>5.923</b>	<b>4.739</b>	<b>4.161</b>	<b>2.706</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.173</b>	<b>8.717</b>	<b>8.836</b>	<b>9.328</b>
+ Nợ ngắn hạn	3.300	2.050	1.927	1.885
Trong đó: vay ngắn hạn	1.156	685	357	226
+ Nợ dài hạn	766	341	36	0
Trong đó: vay dài hạn	628	137	36	0
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.066</b>	<b>2.391</b>	<b>1.962</b>	<b>1.885</b>
+ Vốn góp	5.294	5.294	5.294	5.294
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	429	583	1.128	1.694
+ Quỹ khác	383	449	452	455
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.106</b>	<b>6.326</b>	<b>6.874</b>	<b>7.444</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.173</b>	<b>8.717</b>	<b>8.836</b>	<b>9.328</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.371	1.701	3.432	2.095
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	210	-461	-900	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.395	-1.280	-1.065	-802
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>186</b>	<b>-40</b>	<b>1.467</b>	<b>1.293</b>
Tiền đầu kỳ	286	471	510	1.977
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>471</b>	<b>431</b>	<b>1.977</b>	<b>3.270</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,29	1,94	2,43	3,51
Hệ số thanh toán nhanh	0,87	1,48	2,06	3,11
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,75	1,37	1,91	2,96
Nợ ròng / EBITDA	1,00	0,39	-0,21	-0,76
Khả năng thanh toán lãi vay	6,31	17,55	199,57	176,50
Ngày phải thu	0,5	1,2	1,4	1,1
Ngày phải trả	49,2	46,4	40,0	42,6
Ngày tồn kho	68,5	62,4	39,6	35,5
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,60	0,73	0,78	0,80
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,40	0,27	0,22	0,20
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,67	0,38	0,29	0,25
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,29	0,13	0,06	0,03
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,19	0,11	0,05	0,03

Nguồn: Công ty, SSI dự báo

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.043</b>	<b>7.561</b>	<b>9.496</b>	<b>9.929</b>
Giá vốn hàng bán	-6.084	-6.244	-7.136	-7.539
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>959</b>	<b>1.317</b>	<b>2.359</b>	<b>2.391</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	127	128	146	188
Chi phí tài chính	-103	-63	-29	-32
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-364	-369	-503	-526
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-201	-304	-418	-437
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>418</b>	<b>709</b>	<b>1.555</b>	<b>1.584</b>
Thu nhập khác	45	8	4	4
Lợi nhuận trước thuế	463	717	1.559	1.588
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>428</b>	<b>662</b>	<b>1.442</b>	<b>1.469</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>426</b>	<b>661</b>	<b>1.439</b>	<b>1.466</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	2	1	3	3
EPS cơ bản (VND)	599	1.018	2.229	2.270
Giá trị sổ sách (VND)	11.483	11.900	12.929	13.999
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	600	800	1.200	1.200
EBIT	550	760	1.567	1.597
EBITDA	1.869	2.078	3.022	3.052
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	5,3%	7,4%	25,6%	4,6%
EBITDA	-13,1%	11,2%	45,4%	1,0%
EBIT	-35,1%	38,1%	106,2%	1,9%
Lợi nhuận ròng	-35,1%	54,9%	117,6%	1,9%
Vốn chủ sở hữu	-2,6%	3,6%	8,7%	8,3%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-7,8%	-14,3%	1,4%	5,6%
<b>Định giá</b>				
PE	10,8	13,7	16,7	16,4
PB	0,6	1,2	2,9	2,7
Giá/Doanh thu	0,5	1,0	1,8	1,8
Tỷ suất cổ tức	9,2%	5,7%	3,7%	3,7%
EV/EBITDA	1,5	2,6	5,4	4,7
EV/Doanh thu	0,4	0,7	1,8	1,8
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,6%	17,4%	24,8%	24,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	5,5%	8,5%	15,2%	14,4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	6,1%	8,8%	15,2%	14,8%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	5,2%	4,9%	5,3%	5,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,9%	4,0%	4,4%	4,4%
ROE	6,9%	10,7%	21,8%	20,5%
ROA	4,0%	7,0%	16,4%	16,2%
ROIC	6,0%	9,3%	20,1%	19,8%

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715