

CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX: DCM)
Nguyễn Đức Thành Nhân

Chuyên viên phân tích

Email: nhanndt@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7580

Giá tại ngày 05/11/2021 (đồng/cp): 35.100
Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp): 42.200
MUA
Chênh lệch:
+20,2%

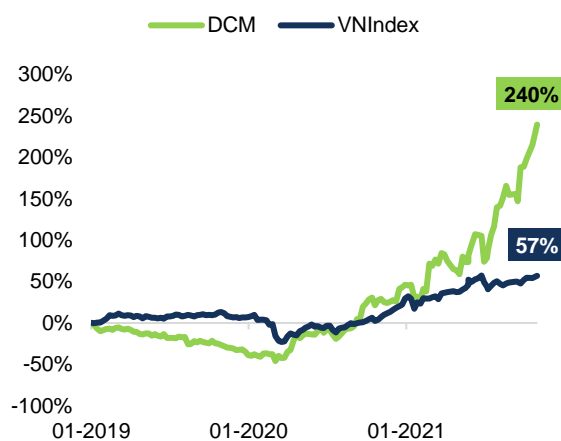
Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Giám đốc phân tích đầu tư

HƯỞNG LỢI TỪ GIÁ URÊ TĂNG CAO VÀ NHÀ MÁY NPK ĐI VÀO HOẠT ĐỘNG

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DCM – CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của DCM là **42.200 đồng/cp**, cao hơn 20,2% so với mức giá đóng cửa ngày 05/11/2021. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DCM dựa trên những luận điểm sau:

Biến động giá DCM và VNIndex

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Giá Urê đầu ra tăng cao hơn so với giá khí đầu vào giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của DCM**

Giá Urê thế giới đã bật tăng mạnh ~72,3% từ đầu T9/2021 và dự báo sẽ giữ ở mức cao trong Q4/2021 trước bối cảnh nguồn cung thắt chặt ở Trung Quốc và châu Âu. Trong khi đó, nhu cầu Urê dần tăng trở lại ở hầu hết tất cả các thị trường để bước vào vụ sản xuất vào đầu Q4/2021. Chúng tôi nhận thấy giá Urê nội địa có diễn biến tương đồng với giá Urê thế giới khi tăng 32,8% từ giữa T9/2021 và tăng 128,4% YTD. Giá Urê trung bình của DCM năm 2021 được chúng tôi ước tính đạt 9.970 đồng/kg, tăng 65,5% yoy, cao hơn so với mức tăng giá khí đầu vào ~ 50,9% yoy. Do đó, biên lợi nhuận của DCM kỳ vọng sẽ cải thiện 7 đpt yoy, đạt 24,4% trong năm 2021 ([Chi tiết](#)).

- **Triển vọng tích cực từ nhà máy NPK đi vào hoạt động từ T4/2021**

Nhà máy NPK của DCM đã vận hành từ T4/2021 với sản lượng tiêu thụ trong 9T2021 đạt ~30 nghìn tấn. Với triển vọng tích cực từ mảng NPK chất lượng cao và hệ thống phân phối có sẵn ở khu vực TNB, ĐNB, Tây Nguyên và ở thị trường xuất khẩu như Campuchia, chúng tôi kỳ vọng nhà máy NPK có thể đạt sản lượng 230 nghìn tấn (77% CSTK) vào năm 2025. Tới năm 2025, doanh thu mảng NPK ước tính sẽ đạt 2.252 tỷ đồng, chiếm ~18,5% trong tổng doanh thu của DCM ([Chi tiết](#)).

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- **Giá nông sản không theo kịp đà tăng giá phân bón có thể khiến nhu cầu phân bón bị đứt gãy trong Q4/2021 ([Chi tiết](#))**
- **Giá phân Urê dự kiến sẽ đạt đỉnh trong T12/2021 và hạ nhiệt dần kể từ Q1/2022 ([Chi tiết](#))**

Thông tin giao dịch 05/11/2021

Giá hiện tại (đồng/cp)	35.100
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	35.100
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	11.302
Số lượng CP niêm yết (cp)	529.400.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	529.400.000
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	7.655.805
Vốn hóa (tỷ đồng)	18.581,94
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	1.431
P/E trailing 12 tháng (lần)	24,53x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau
Địa chỉ	Lô D, KCN đường Ngô Quyền, Phường 1, Thành phố Cà Mau
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại phân bón vô cơ và hữu cơ
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Giá khí nguyên liệu biến động mạnh

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TRIỂN VỌNG
1. CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DCM TRONG 9T2021

<i>Đơn vị: Tỷ đồng</i>	9T2021	9T2020	% yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	6.048,1	5.295,0	+14,2%	
<i>Mảng Urê</i>	4.822,1	4.441,7	+8,6%	Phân Urê: Doanh thu tăng 8,6% nhờ giá bán trung bình tăng 36,6% yoy, đạt 8,45 triệu đồng/tấn trong 9T2021, trước bối cảnh nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu nội địa giữ ở mức cao. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ đạt 571 nghìn tấn (-20,5% yoy), chủ yếu đến từ lượng tiêu thụ trong Q3/2021 sụt giảm mạnh 48,6% yoy do ảnh hưởng của dịch Covid-19.
<i>Mảng NPK</i>	273,7	0	N/A	
<i>Phân bón thương mại</i>	788,1	839,8	-6,2%	Phân NPK: Sản lượng tiêu thụ đạt ~30 nghìn tấn khi dây chuyền NPK đã bắt đầu vận hành từ T4/2021. Giá bán trung bình đạt 9,17 triệu đồng/tấn. Phân bón thương mại: Tiêu thụ 9T2021 đạt ~120 nghìn tấn (-11,1% yoy) do thay thế phân nhập khẩu bằng phân NPK tự sản xuất, khiến doanh thu -6,2% yoy. Giá bán trung bình 9T2021 đạt 7,4 triệu đồng/tấn (+5,5% yoy).
<i>Khác</i>	449,4	176,7	+154,3%	
Lợi nhuận gộp	1.378,8	873,9	+57,8%	
<i>Mảng Urê</i>	1.113,5	763,4	+45,9%	Lợi nhuận gộp 9T2021 tăng 57,8% yoy, trong đó biên lợi nhuận gộp 9T2021 đạt 22,8%, tăng 6,3 đpt. Nguyên nhân xuất phát từ việc giá bán các sản phẩm phân bón đầu ra chính như Urê và phân bón thương mại tăng nhanh hơn so với giá khí đầu vào quy đổi theo dầu FO và dầu Brent.
<i>Mảng NPK</i>	-4,2	0,0	N/A	
<i>Phân bón thương mại</i>	142,4	42,9	+231,9%	
<i>Khác</i>	127,1	67,6	+88,0%	
Doanh thu tài chính	110,0	93,8	+17,3%	
<i>Chi phí tài chính</i>	20,0	55,0	-63,6%	Chi phí tài chính giảm nhờ chi phí lãi vay trong 9T2021 giảm -84,0% yoy khi DCM đã tắt toán khoản nợ vay dài hạn cho dự án nhà máy Đạm Cà Mau trong Q3/2021.
<i>Chi phí lãi vay</i>	6,1	38,2	-84,0%	
<i>Chi phí bán hàng</i>	291,3	262,1	+11,1%	Chi phí bán hàng 9T2021 tăng nhẹ svck do chi phí quảng cáo tăng mạnh trong Q3/2021 để kích cầu tiêu dùng khi Q3/2021 đồng thời là thời điểm trái vụ và dịch Covid-19 bùng phát trở lại.
<i>Chi phí QLDN</i>	301,0	163,7	+83,9%	Chi phí QLDN tăng mạnh so với cùng kỳ do DCM trích 97 tỷ đồng (+223,4% yoy) vào quỹ khoa học và công nghệ trong Q2/2021.
LN từ HĐKD	876,4	487,0	+80,0%	
LN trước thuế	878,3	493,8	+77,9%	
LN sau thuế	822,7	462,0	+78,1%	
Các tỷ lệ biên	9T2021	9T2020	% yoy	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,8%	16,5%	6,3 đpt	
CP tài chính/DTT	0,3%	1,0%	-0,7 đpt	
CP bán hàng/DTT	4,8%	4,9%	-0,1 đpt	
CP QLDN/DTT	5,0%	3,1%	1,9 đpt	
Tỷ suất LNST	13,6%	8,7%	4,9 đpt	

Nguồn: DCM, FTFS tổng hợp và ước tính

2. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DCM

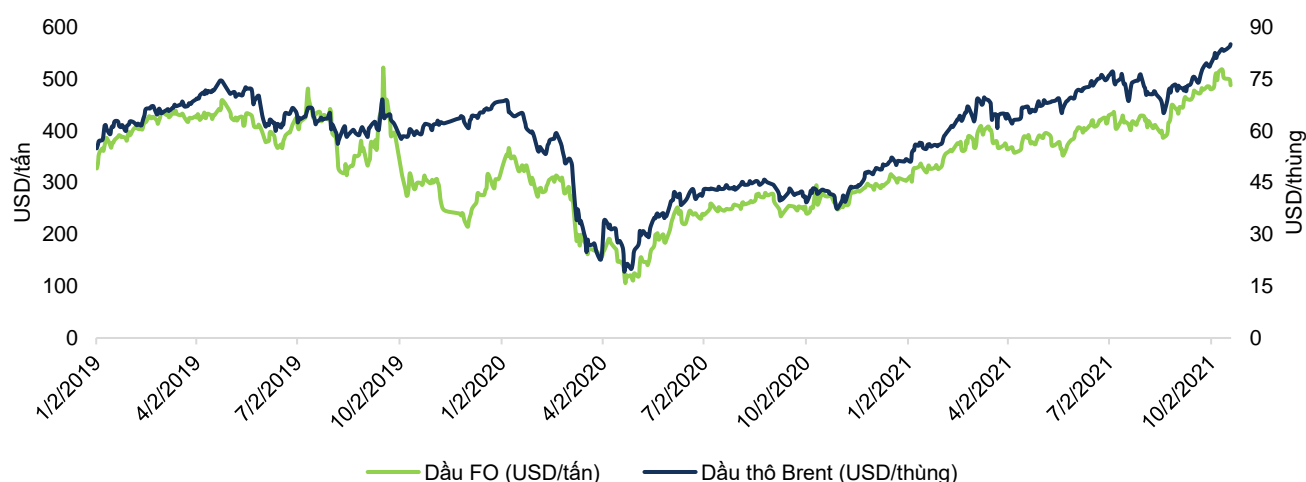
2.1. Mạng phân Urê – Hưởng lợi từ giá phân Urê thế giới tăng cao giúp cải thiện biên lợi nhuận

► Giá dầu thế giới tăng cao khiến giá khí đầu vào ước tính tăng 50,9% yoy trong năm 2021

Giá dầu thô Brent trung bình trong T10/2021 đạt 83,7 USD/thùng (+101,7% yoy), tăng 63,9% so với mức hồi đầu năm, do trữ lượng dầu thô dự trữ toàn cầu giảm trung bình 1,9 triệu thùng/ngày trong 9T2021. Theo *Cơ quan Năng lượng Quốc tế* (EIA), giá dầu thô Brent dự kiến sẽ đạt trung bình 81 USD/thùng trong Q4/2021. Giá định dầu thô sẽ giữ ở mức cao trong Q4/2021 của EIA dựa trên (1) trữ lượng dầu thô dự trữ của Hoa Kỳ suy giảm do ảnh hưởng của cơn bão Ida ở vịnh Mexico, (2) kế hoạch tăng sản lượng dầu thô (khoảng 400.000 thùng/ngày) thấp hơn dự kiến vào tháng 11 của các thành viên OPEC+ và (3) nhu cầu chuyển đổi nhiên liệu từ khí đốt sang dầu thô của một số nhà máy điện ở châu Á và châu Âu để giảm chi phí nhiên liệu. Do đó, EIA dự phóng giá dầu thô Brent trong năm 2021 trung bình sẽ đạt 71,38 USD/tấn, tăng 71,2% yoy so với năm 2021.

Dự phóng cho năm 2022, EIA kỳ vọng rằng mức độ tăng trưởng sản lượng khai thác dầu thô từ các nước OPEC+, Hoa Kỳ và các nước ngoài OPEC sẽ vượt qua tốc độ tăng trưởng về nhu cầu tiêu thụ đang chậm lại, khiến giá dầu thô Brent dự kiến giảm từ mức hiện tại xuống mức trung bình 71,91 USD/thùng.

Giá dầu thô Brent và dầu FO (2019-2021)



Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

Giá khí đầu vào của DCM được chúng tôi ước tính đạt mức 6,91 USD/MMBTU trong năm 2021, tăng +50,9% yoy ([Xem thêm Phụ lục 1: Chính sách giá khí của DCM](#)). Chúng tôi xây dựng kịch bản dự phóng giá khí năm 2021F–2025F dựa trên các giả định sau:

- Giá dầu FO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu Brent thế giới được dự báo bởi EIA và Fitch Solutions
- Phí vận chuyển và phân phối khí hiện tại của DCM là 1,09 USD/MMBTU, các năm tiếp theo chúng tôi dự kiến tăng 0,05 USD/MMBTU/năm

Bảng 1: Kịch bản dự phóng giá khí đầu vào của DCM giai đoạn 2021F–2025F

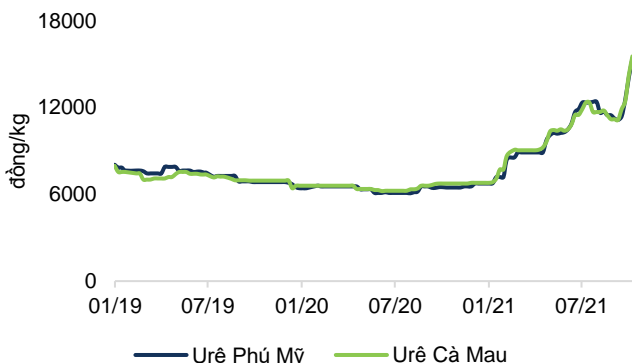
Dự phóng cơ sở	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Giá dầu Brent (USD/thùng)	64,34	41,69	71,38	71,91	68,00	70,00	73,00
Giá dầu FO (USD/tấn)	362,1	249,3	420,2	423,3	400,3	412,1	429,7
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	4,35	3,07	5,19	5,23	4,95	5,09	5,31
Phí vận chuyển (USD/MMBTU)	1,09	1,09	1,09	1,14	1,19	1,24	1,29
Biến động cước phí vc (% yoy)		0,0%	0,0%	4,6%	4,4%	4,2%	4,0%
Giá khí (bao gồm VAT)	5,98	4,58	6,91	7,01	6,75	6,96	7,26
Biến động giá khí (% yoy)		-23,5%	+50,9%	+1,4%	-3,7%	+3,2%	+4,2%

Nguồn: EIA, Fitch Solutions, FPTs dự phóng

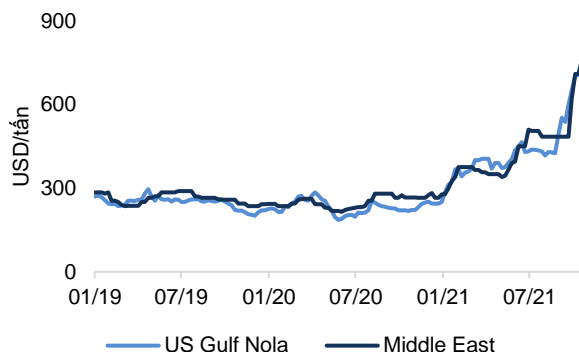
► **Giá bán Urê kỳ vọng tăng mạnh hơn so với giá khí đầu vào, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của DCM**

Mặc dù giá Urê thế giới có xu hướng giảm nhẹ trong T8/2021 do vào thời điểm thấp vụ, tuy nhiên đã bật tăng mạnh ~72,3% từ đầu T9/2021, hiện đạt ~720–850 USD/tấn trong đầu T11/2021. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc nguồn cung được thắt chặt tại khu vực châu Âu và Trung Quốc (chiếm tổng cộng ~20,5% lượng xuất khẩu Urê trên thế giới năm 2020) và nhu cầu Urê gia tăng khi các thị trường lớn sắp vào vụ sản xuất trong đầu Q4/2021.

Giá phân Urê tại TP.HCM (2019-2021)



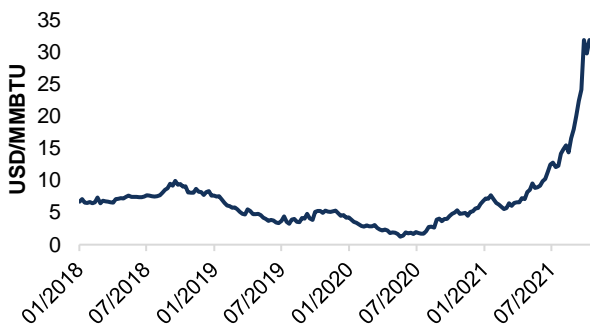
Giá phân Urê hạt đục (2019-2021)



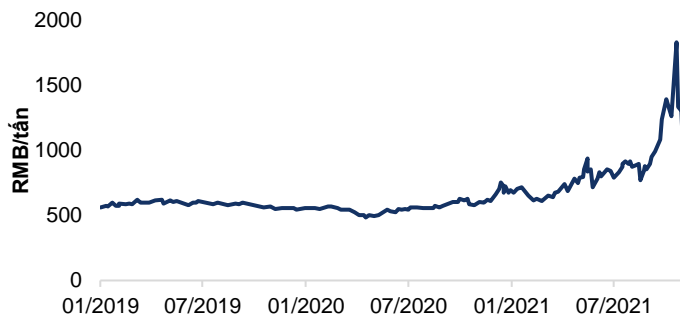
Nguồn: Agromonitor, Bloomberg, FPTS tổng hợp

Tại châu Âu, nhiều nhà máy Urê lớn tại khu vực này buộc phải cắt giảm công suất hoặc thậm chí ngưng sản xuất khi giá khí đốt tăng cao. Nguyên nhân đến từ trữ lượng tồn kho cạn kiệt, những quan ngại liên quan tới việc cắt giảm nguồn cung từ Nga và thời điểm vận hành của đường ống dẫn khí Bắc Hải Lưu 2 (vận chuyển với CSTK 55 tỷ m³ khí/năm từ Nga sang Đức). Trong khi đó, nguồn cung tại Trung Quốc suy giảm đáng kể do giá than tăng cao trong bối cảnh nguồn cung than nước này thiếu hụt nghiêm trọng do (1) chính sách bảo vệ môi trường, cắt giảm khí thải carbon, (2) tình trạng lũ lụt ở tỉnh Sơn Tây (khu vực cung cấp ~1/3 sản lượng than đá của TQ) và (3) lệnh cấm vận không chính thức đối với than Úc trong Q4/2020. Điều này khiến chính phủ Trung Quốc nhiều khả năng ngưng xuất khẩu phân Urê từ cuối T10/2021 để đảm bảo nhu cầu tiêu thụ trong nước trong vụ Đông. Chúng tôi cho rằng giá Urê thế giới sẽ tiếp tục giữ ở mức cao trong Q4/2021 khi nhu cầu sử dụng năng lượng tại các khu vực trên vào mùa đông là rất lớn ([Xem thêm Phụ lục 2: Giá thành ước tính và cơ cấu chi phí sản xuất Urê tại châu Âu và Trung Quốc](#)).

Giá khí tại châu Âu (2018-2021)



Giá than nhiệt tại Trung Quốc (2019-2021)



* Giá khí thiên nhiên tại châu Âu dựa trên giá Dutch TTF Natural Gas, quy đổi đơn vị từ EUR/MWh sang USD/mmBTU
 Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

Trái ngược với nguồn cung khan hiếm, nhu cầu Urê dần tăng trở lại ở hầu hết tất cả các thị trường để chuẩn bị bước vào vụ sản xuất trong đầu Q4/2021, đặc biệt là khu vực châu Âu, Brazil và Ấn Độ đang bước vào mùa mưa chính sẽ là nhân tố thúc đẩy giá Urê sắp tới. Chúng tôi nhận thấy giá Urê trong nước có diễn biến khá tương đồng với giá Urê thế giới. Cụ thể, giá Urê bán buôn tại TP.HCM dao động trung bình quanh mức 11,2–12,4 triệu đồng/kg trong hầu hết Q3/2021 trước khi bật tăng mạnh từ giữa T9/2021. Giá Urê nội địa hiện đạt mức 15–16 triệu đồng/kg trong T10/2021, tăng 32,8% so với thời điểm giữa T9/2021 và tăng 128,4% YTD. Chúng tôi cho rằng giá Urê nội địa sẽ giữ ở mức này trong suốt Q4/2021 nhờ triển vọng tiêu thụ trong nước tăng cao khi bước vào vụ Đông–Xuân và xuất khẩu khi nguồn cung thế giới thiếu hụt. Giá Urê trung bình trong năm 2021 của DCM được chúng

tôi dự phóng sẽ đạt 9.970 đồng/kg, tăng 65,5% so với cùng kỳ. Với mức tăng giá phân Urê cao hơn so với giá khí đầu vào, biên lợi nhuận của DCM ước tính sẽ đạt 24,4% trong năm 2021, cải thiện 7 đpct so với cùng kỳ.

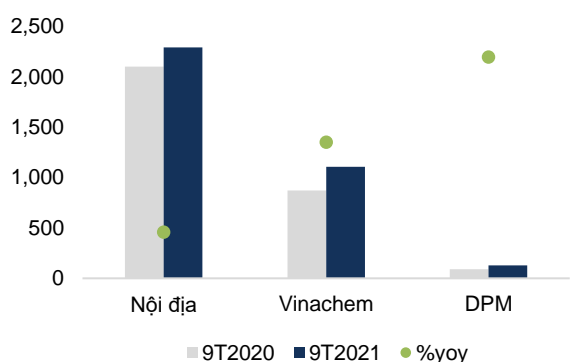
► **Sản lượng tiêu thụ năm 2021 dự kiến chỉ đạt 858 nghìn tấn, giảm -14,9% yoy do ảnh hưởng của dịch Covid-19 bùng phát trở lại và kế hoạch bảo dưỡng 15 ngày**

Quý 3 thường thời điểm trái vụ đối với phân bón nội địa, cùng với tình trạng giãn cách xã hội ở các tỉnh phía Nam trong Q3/2021 do dịch Covid-19 bùng phát trở lại khiến việc vận chuyển và tiêu thụ phân bón của DCM bị ảnh hưởng mạnh. Hệ quả là sản lượng tiêu thụ của DCM trong Q3/2021 chỉ đạt 149 nghìn tấn (-48,7% yoy).

Trong Q4/2021 (mùa cao điểm của phân bón), nhà máy Đạm Cà Mau dự kiến trải qua kỳ bảo dưỡng ~15 ngày, kéo dài từ ngày 8/11–23/11. Do đó, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ phân Urê của DCM trong cả năm 2021 chỉ đạt 858 nghìn tấn, giảm -14,9% so với mức nền cao năm 2020.

2.2. Mảng phân NPK - Triển vọng tích cực từ nhà máy NPK đi vào hoạt động từ T4/2021

Sản lượng sản xuất phân NPK nội địa, Vinachem và DPM (nghìn tấn)



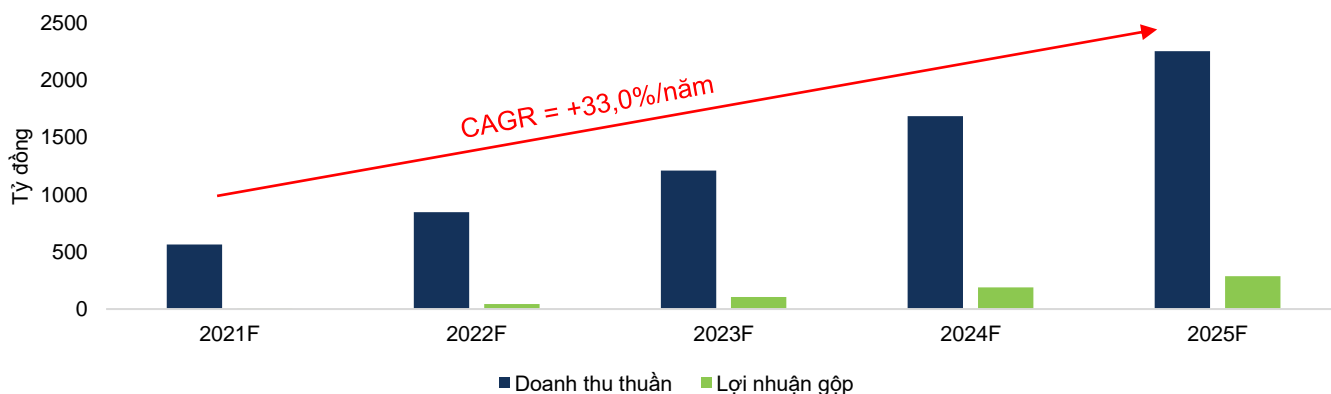
Nguồn: Bộ Công Thương, DPM, FPTS tổng hợp

Theo chúng tôi đánh giá, việc giá nông sản phục hồi và diễn biến thời tiết tích cực trong 9T2021 đã thúc đẩy nhu cầu sử dụng phân bón NPK chất lượng cao, kéo theo sản lượng sản xuất phân NPK trong 9T2021 của các doanh nghiệp trong *Tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinachem)* (bao gồm BFC, LAS, SFG, VAF, NFC, Baconco, v.v.) và DPM (ngoài Vinachem) tăng mạnh. Cụ thể, sản lượng sản xuất phân NPK 9T2021 của Vinachem và DPM tăng lần lượt 27% yoy và 43,9% yoy, cao hơn nhiều so với mức tăng khiêm tốn của toàn mảng NPK ~9,2% yoy. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng về sản lượng sản xuất trên xấp xỉ với mức tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ khi các doanh nghiệp sản xuất NPK thường chủ động điều chỉnh công suất vận hành sát với nhu cầu thực tế.

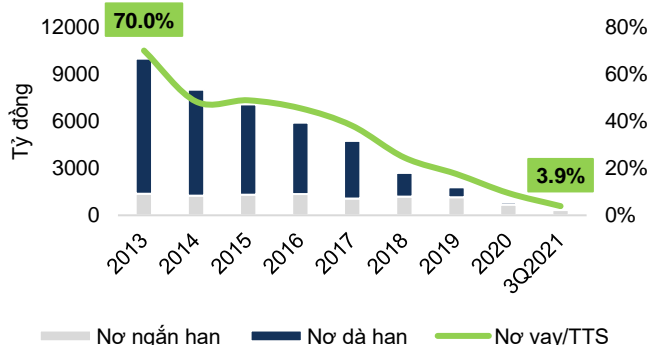
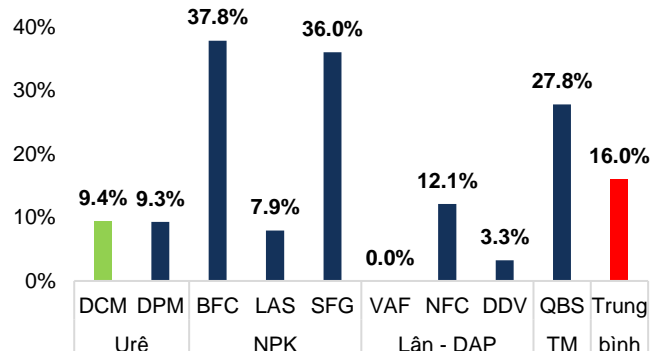
Nhà máy NPK của DCM bắt đầu sản xuất thử nghiệm từ T4/2021 với sản lượng ~37 nghìn tấn, trong đó tiêu thụ đạt ~30 nghìn tấn trong 9T2021. Theo kế hoạch, nhà máy NPK đã đi vào hoạt động chính thức từ cuối Q3/2021. Do đó, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ phân NPK trong năm 2021 đạt 55 nghìn tấn, tương ứng ~18,3% CSTK.

Với triển vọng tích cực từ mảng NPK chất lượng cao và hệ thống phân phối có sẵn ở khu vực Tây Nam Bộ, Đông Nam Bộ, Tây Nguyên và ở thị trường xuất khẩu như Campuchia, chúng tôi kỳ vọng nhà máy NPK có thể đạt sản lượng 230 nghìn tấn (tương đương ~77% CSTK) vào năm 2025. Doanh thu mảng NPK của DCM ước tính sẽ đạt 2.252 tỷ đồng vào năm 2025 (chiếm ~18,5% tổng doanh thu của DCM) với CAGR = 33,0%/năm trong giai đoạn 2021F–2025F.

Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng NPK của DCM giai đoạn 2021-2025F

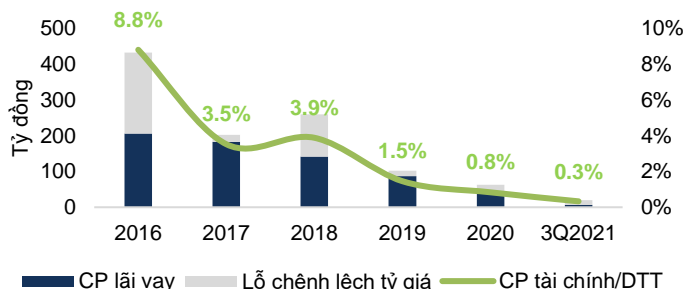


Nguồn: FPTS dự phóng

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH
1. Cơ cấu tài chính lành mạnh, đòn bẩy tài chính giảm dần
Cơ cấu nợ vay và tỷ trọng nợ vay/TTS của DCM

Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của các doanh nghiệp phân bón năm 2020


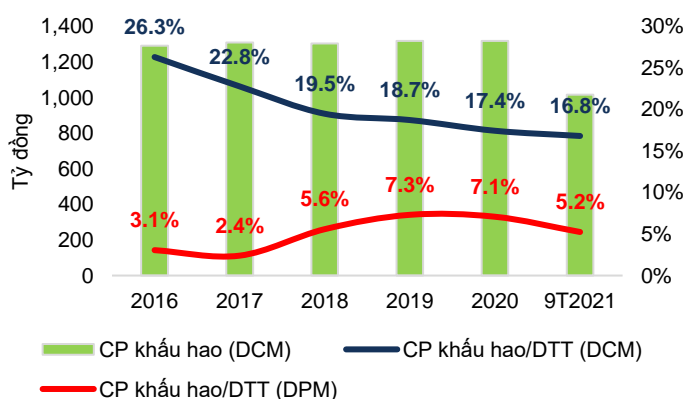
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

Trong giai đoạn 2013–2021, DCM tích cực trả nợ vay dài hạn cho dự án nhà máy Đạm Cà Mau, khiến tỷ lệ nợ vay /TTS giảm từ mức 70% trong năm 2013 xuống chỉ 3,9% trong Q3/2021. DCM đã tắt toán toàn bộ khoản vay này trong Q3/2021, chỉ còn lại khoản vay dài hạn từ dự án nhà máy sản xuất phân NPK. Trong khi đó, nợ vay ngắn hạn của DCM hầu hết đến từ các khoản vay dài hạn chuyển sang. Nhìn chung, tỷ lệ đòn bẩy của DCM tương đối thấp hơn so với các doanh nghiệp phân bón đang niêm yết, trung bình đạt 16% trong năm 2020.

Cơ cấu CP tài chính và tỷ trọng CP tài chính/DTT


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

Với việc DCM tích cực trả các khoản vay nợ dài hạn kể trên, chi phí lãi vay giảm đáng kể trong giai đoạn 2016–2020, từ 207 tỷ xuống 43 tỷ đồng. Cùng với đó, DCM cũng dần giảm rủi ro chênh lệch tỷ giá khi các khoản tài trợ trên chủ yếu được vay bằng đồng USD. Kể từ năm 2020, tỷ trọng nợ vay USD của DCM chỉ chiếm chưa tới 70%, so với mức trên 75% của giai đoạn trước đó. Do đó, tỷ trọng chi phí tài chính/doanh thu thuần của DCM cũng có xu hướng giảm mạnh, từ 8,8% trong năm 2016 xuống chỉ 0,3% tại thời điểm Q3/2021.

2. Chi phí khấu hao nhà máy Đạm Cà Mau dự kiến sẽ trích hết trong năm 2023, cải thiện lợi nhuận cho DCM
Chi phí khấu hao và tỷ trọng khấu hao/DTT của DCM


Nguồn: DCM, DPM, FPTS tổng hợp

Với việc DCM sử dụng chính sách khấu hao nhanh cho nhà máy Đạm Cà Mau trong 12 năm, trong khi nhà máy này chính thức đi vào hoạt động từ năm 2012 khiến chi phí khấu hao rất lớn, ăn mòn đến lợi nhuận của DCM. Trong cơ cấu chi phí sản xuất của DCM, chi phí khấu hao chỉ đứng sau chi phí nguyên vật liệu, trung bình chiếm khoảng 1.300 tỷ đồng/năm. Do đó, tỷ trọng chi phí khấu hao/DTT của DCM luôn ở mức cao, trung bình ~20,1%, so với chỉ ~5,2% của DPM. Chúng tôi dự kiến DCM sẽ trích khoản khấu hao cuối cùng của nhà máy Đạm Cà Mau trong năm 2023 và kỳ vọng kết quả kinh doanh của DCM sẽ phản ánh chính xác hơn kể từ năm 2024.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi cập nhật dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DCM giai đoạn 2021–2025F như sau:

Màng phân Urê

Sản lượng tiêu thụ

Chúng tôi cho rằng Nhà máy Urê Cà Mau khó có thể gia tăng công suất khi đã vận hành vượt CSTK từ 10–12%, khiến sản lượng tiêu thụ khó có thể gia tăng mạnh như ở giai đoạn trước. Sản lượng tiêu thụ năm 2021 được chúng tôi ước tính đạt 858 nghìn tấn, -14,9% yoy so với mức nền cao năm ngoái khi DCM dự kiến sẽ trải qua kỳ bảo dưỡng ~15 ngày trong Q4/2021. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của DCM sẽ tăng trung bình CAGR = 0,8%/năm trong giai đoạn 2021–2025F.

Giá phân Urê

Chúng tôi cho rằng giá phân Urê của DCM trong năm 2021 sẽ đạt trung bình 9.970 đồng/kg, tăng +65,5% yoy trong bối cảnh nguồn cung toàn cầu thiếu hụt ở Trung Quốc và châu Âu. Giá Urê thế giới dự báo sẽ còn giữ ở mức cao trong Q4/2021 và kỳ vọng giá phân bón nội địa sẽ hưởng lợi từ xu hướng trên. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá Urê có thể hạ nhiệt trong năm 2022 khi tình trạng khủng hoảng năng lượng tại châu Âu và Trung Quốc qua đi, giá phân Urê trung bình của DCM trong giai đoạn 2022–2025F ước tính sẽ dao động quanh mức 8.900–9.600 đồng/kg.

Màng phân NPK

Sản lượng tiêu thụ

Sản lượng tiêu thụ của phân NPK của DCM được chúng tôi ước tính đạt 55 nghìn tấn trong năm 2021, và tăng trưởng với CAGR = 33% trong giai đoạn 2021–2025F. Dự phóng này dựa trên triển vọng tích cực của màng phân NPK chất lượng cao và lợi thế cạnh tranh lớn từ thương hiệu và hệ thống phân phối của DCM.

Giá phân NPK

Với chi phí các loại phân DAP, kali và urê đầu vào tăng cao, chúng tôi ước tính giá phân NPK của DCM trong năm 2021 sẽ đạt 10.250 đồng/kg, trước khi dao động trong mức 9.800–9.940 đồng/kg trong giai đoạn 2022–2025F.

Màng phân bón thương mại

Sản lượng tiêu thụ

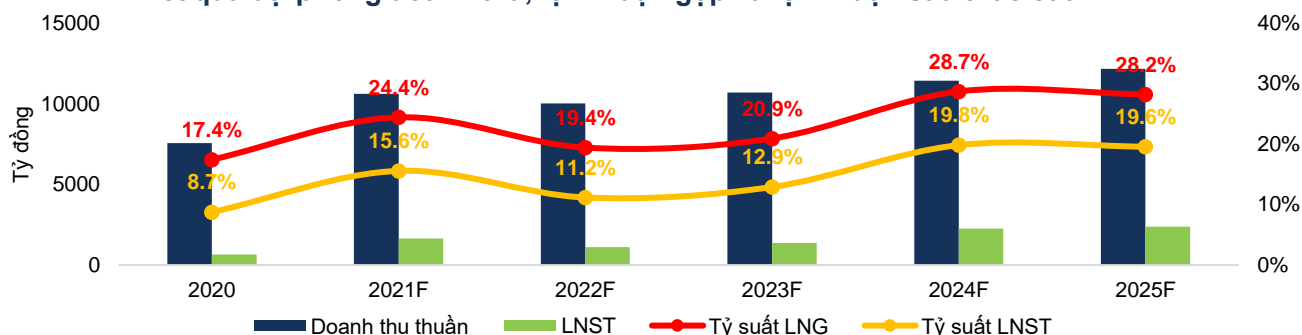
Chúng tôi ước tính sản lượng phân bón nhập khẩu giảm trung bình -4,2%/năm trong giai đoạn 2020–2025F khi nhà máy NPK của DCM đi vào hoạt động.

Giá phân bón thương mại

Chúng tôi kỳ vọng giá phân bón thương mại sẽ dao động quanh mức 7.830–8.090 đồng/kg trong giai đoạn 2021–2025F.

Từ những cập nhật giá định và dự phóng các mảng sản phẩm như trên, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của DCM giai đoạn 2021–2025F như sau:

Kết quả dự phóng doanh thu, lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của DCM



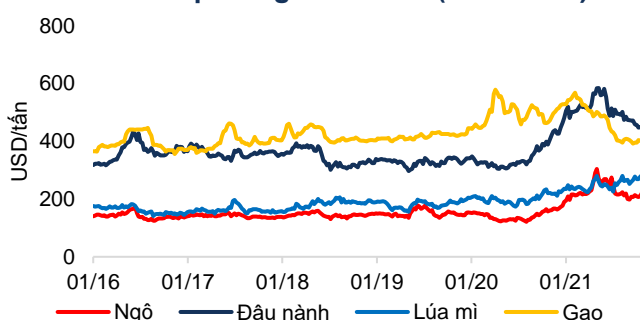
CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

1. Giá nông sản không theo kịp đà tăng giá phân bón có thể khiến nhu cầu phân bón bị đứt gãy trong Q4/2021

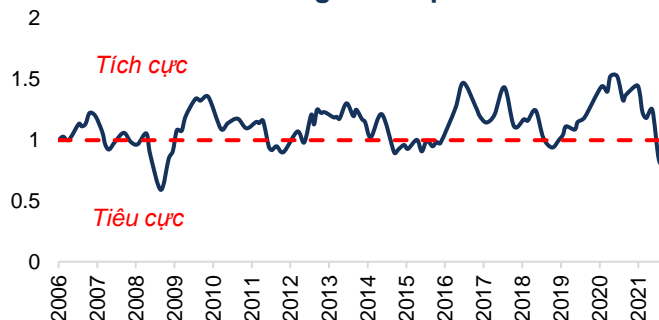
Trái ngược với xu hướng tăng mạnh từ T6/2021 của các loại phân bón chính (Urê, DAP và Kali), hầu hết giá các mặt hàng nông sản thiết yếu đã đạt đỉnh trong T6/2021 và có xu hướng giảm dần. Điều này khiến chỉ số khả năng chi trả phân bón giảm mạnh, từ mức cân bằng ~1,05 trong T6/2021 xuống mức 0,61 điểm (gần với mức thấp kỷ lục trong T08/2008) vào T10/2021. Nếu tình trạng trên còn tiếp diễn, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng sẽ xuất hiện sự đứt gãy về nhu cầu tiêu thụ phân bón trong Q4/2021 khi người nông dân buộc phải (1) chuyển đổi cơ cấu cây trồng sang các loại cây không sử dụng nhiều phân bón hoặc (2) thậm chí chuyển đổi sang ngành nghề khác.

Do đó, một số nước đã đưa ra các gói hỗ trợ cho người nông dân để bù đắp việc không thể chuyển toàn bộ chi phí phân bón vào giá nông sản đầu ra. Điển hình là chính phủ Trung Quốc đã chi khoảng 20 tỷ Nhân dân tệ (tương đương 3,1 tỷ USD) trong T6/2021 để trợ cấp cho người nông dân trang trải các chi phí vật tư nông nghiệp. Tương tự, Ấn Độ cũng đã thúc đẩy chi tiêu, trợ cấp phân bón lên hơn 1.000 tỷ Rupee (tương đương với 13,4 tỷ USD) kể từ đầu năm 2021 cho tới nay, tăng hơn 25% so với số tiền ban đầu ~ 800 tỷ Rupee được ngân sách dự tính phân bổ trong T2/2021.

Giá các loại nông sản chính (2016-2021)



Chỉ số khả năng chi trả phân bón¹

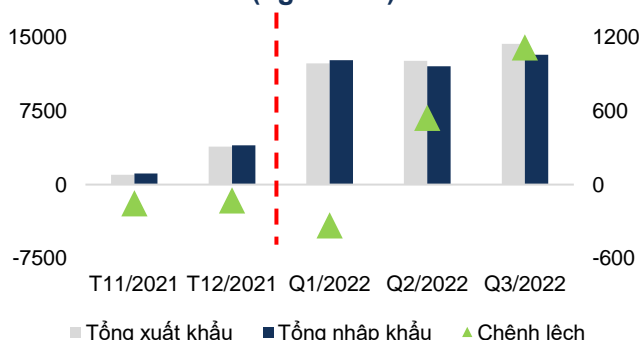


Nguồn: Bloomberg, Investing, Argus Media, FPTs tổng hợp

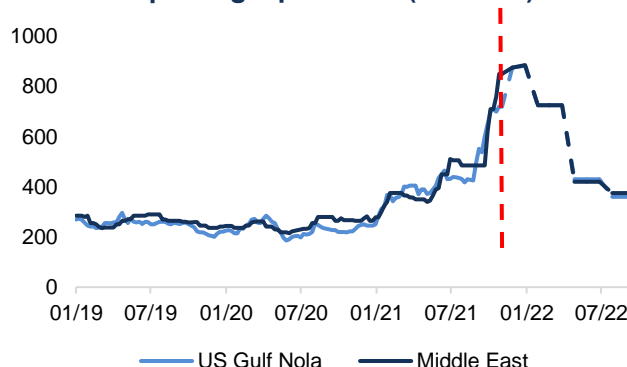
2. Giá phân Urê dự kiến sẽ đạt đỉnh trong T12/2021 và hạ nhiệt dần kể từ Q1/2022

Chúng tôi cho rằng giá khí tự nhiên tại châu Âu sẽ hạ nhiệt trong Q1/2022 khi nhu cầu sử dụng năng lượng để sưởi ấm vào mùa đông qua đi, tạo điều kiện cho các nhà máy sản xuất phân Urê tại khu vực này hoạt động trở lại. Theo Argus Media ước tính, điều này có thể cải thiện công suất thêm khoảng 5,5 triệu tấn/năm trong 1H2022, khiến tình trạng thiếu hụt nguồn cung dần cải thiện và khắc phục hoàn toàn từ Q2/2022 trở đi. Với tình hình trên, giá Urê trên thế giới cũng dự báo sẽ đạt đỉnh trong T12/2021 ở mức ~880-885 USD/tấn, trước khi quay về mức ~360-375 USD/tấn trong Q3/2022.

Dự báo tình hình XNK Urê toàn cầu (nghìn tấn)



Dự báo giá phân Urê (USD/tấn)



Nguồn: Argus Media, FPTs tổng hợp

¹ Chỉ số khả năng chi trả phân bón (Fertilizer Affordability Index): là tỷ lệ giữa chỉ số giá các loại nông sản chính (lúa mì, ngô, đậu nành, gạo) và giá các loại phân bón chính (Urê, DAP, Kali), với năm cơ sở được lấy tại thời điểm T1/2004.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DCM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE). Giá mục tiêu của một cổ phiếu DCM được xác định là **42.200 đồng/cp**, cao hơn 20,2% so với mức giá đóng cửa ngày 05/11/2021, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	40.220	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	44.184	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/ cổ phiếu)		42.202	

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giá định mô hình	Cập nhật T11/2020	Cập nhật T11/2021	Giá định mô hình	Cập nhật T11/2020	Cập nhật T10/2021
WACC 2021	13,9%	12,52%	Phần bù rủi ro	10,4%	9,71%
Chi phí sử dụng nợ	5,0%	8,5%	Hệ số beta không đòn bẩy	1,03	1,03
Chi phí sử dụng VCSH	15,1%	12,9%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,1%	2,15%	Thời gian dự phóng	7 năm	6 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	23.923.447
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu đồng)	289.995
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)	822.469
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	23.390.973
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)	529.400.000.000
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)	40.220
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	21.292.494
Giá mục tiêu (đồng/ cổ phiếu)	44.184

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Thời gian	Chi tiết báo cáo
MUA	Tháng 11/2020	Xem thêm

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	7.561	10.609	10.011	10.683
- Giá vốn hàng bán	6.244	8.020	8.068	8.449
Lợi nhuận gộp	1.317	2.589	1.943	2.234
- Chi phí bán hàng	369	486	479	511
- Chi phí quản lí DN	304	397	395	421
Lợi nhuận thuần HĐKD	643	1.706	1.070	1.302
- (Lỗ)/lãi HĐTC	65	69	148	198
- Lợi nhuận khác	8	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	717	1.775	1.217	1.500
- Chi phí lãi vay	43	59	41	26
Lợi nhuận trước thuế	717	1.775	1.217	1.500
- Thuế TNDN	53	120	97	120
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0
LNST	662	1.654	1.120	1.380
- Lợi ích cổ đông thiểu số	1	3	2	2
LNST của cổ đông CT Mẹ	661	1.651	1.118	1.378
EPS (đ)	0	0	0	0
EBITDA	2.035	3.142	2.604	2.743
Khấu hao	1.318	1.368	1.387	1.242
Tăng trưởng doanh thu	7%	40%	-6%	7%
Tăng trưởng LN HĐKD	63%	165%	-37%	22%
Tăng trưởng EBIT	55%	148%	-31%	23%
Tăng trưởng EPS	55%	110%	-32%	23%
Chỉ số khả năng sinh lời	2020	2021F	2022F	2023F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,4%	24,4%	19,4%	20,9%
Tỷ suất LNST	8,8%	15,6%	11,2%	12,9%
ROE DuPont	10,6%	24,2%	14,9%	17,2%
ROA DuPont	7,0%	17,8%	11,3%	13,4%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	9,5%	16,7%	12,2%	14,0%
LNST/LNTT	92,3%	93,0%	91,8%	91,8%
LNTT/EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	80,1%	114,6%	101,5%	103,5%
Đòn bẩy tài chính	151,8%	135,8%	131,4%	128,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2020	2021F	2022F	2023F
Số ngày phải thu	1,15	0,73	0,73	0,73
Số ngày tồn kho	62,41	59,31	59,31	59,31
Số ngày phải trả	41,45	49,01	49,01	49,01
Thời gian luân chuyển tiền	22,11	11,03	11,03	11,03
COGS / Hàng tồn kho	7,49	6,17	6,17	6,17
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2020	2021F	2022F	2023F
CS thanh toán hiện hành	1,94	2,72	3,52	4,17
CS thanh toán nhanh	1,53	2,16	2,94	3,59

CĐKT	2020	2021F	2022F	2023F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	510	2.370	3.899	5.844
+ Đầu tư TC ngắn hạn	2.302	2.302	2.302	2.302
+ Các khoản phải thu	217	259	253	260
+ Hàng tồn kho	834	1.300	1.307	1.369
+ Tài sản ngắn hạn khác	115	78	76	78
Tổng tài sản ngắn hạn	3.978	6.308	7.838	9.853
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	14.272	15.108	15.160	15.160
+ Khấu hao lũy kế	-10.373	-11.754	-13.140	-14.381
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	3.900	3.354	2.020	778
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	23	23	23	23
+ Xây dựng cơ bản dở dang	761	51	0	0
Tổng tài sản dài hạn	4.739	3.482	2.095	853
Tổng Tài sản	8.717	9.790	9.933	10.706
	0	0	0	0
Nợ & Vốn chủ sở hữu	0	0	0	0
+ Phải trả người bán	709	1.077	1.083	1.134
+ Vay và nợ ngắn hạn	685	401	403	422
+ Quỹ khen thưởng	155	262	177	218
Nợ ngắn hạn	2.050	2.320	2.224	2.365
+ Vay và nợ dài hạn	137	174	0	0
+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	341	174	0	0
Tổng nợ	2.391	2.495	2.224	2.365
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	5.294	5.294	5.294	5.294
+ LN chưa phân phối	583	1.384	1.682	2.174
Vốn chủ sở hữu	6.300	7.266	7.677	8.308
Lợi ích cổ đông thiểu số	32	34	37	40
Tổng cộng nguồn vốn	8.717	9.790	9.933	10.706
Lưu chuyển tiền tệ	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền đầu năm	471	510	2.370	3.899
Lợi nhuận sau thuế	717	1.651	1.118	1.378
+ Khấu hao	1.318	1.368	1.387	1.242
+ Điều chỉnh	-175	-319	-257	-177
+ Thay đổi vốn lưu động	-71	-59	-16	12
Tiền từ hoạt động KD	1.781	2.641	2.231	2.455
+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-273	-111	0	0

CS thanh toán tiền mặt	1,37	2,01	2,79	3,45	+ Tăng (giảm) đầu tư	-300	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,09	0,06	0,04	0,04	+ Các hđ đầu tư khác	111	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,13	0,08	0,05	0,05	Tiền từ hđ đầu tư	-461	-111	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,11	0,06	0,05	0,05	+ Cổ tức đã trả	-319	-424	-529	-529
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,02	0,02	0,00	0,00	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Khả năng TT lãi vay	16,55	29,89	29,77	57,22	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	-284	2	19
					+ Thay đổi nợ dài hạn	0	37	-174	0
					+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
					Tiền từ hoạt động TC	-1.280	-671	-701	-510
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	39	1.860	1.530	1.945
					Tiền cuối năm	510	2.370	3.899	5.844

PHỤ LỤC
1. Chính sách giá khí của DCM ([Trở về nội dung chính](#)).

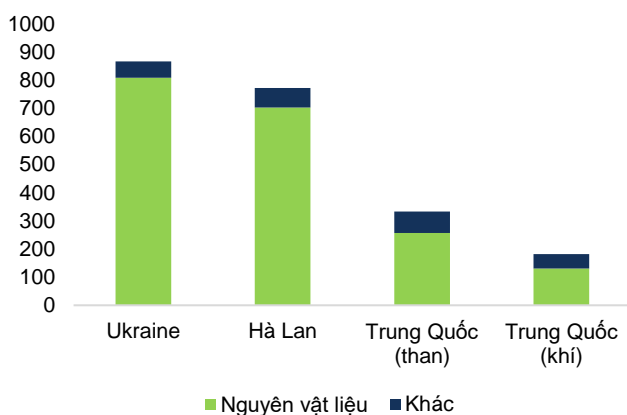
Nguồn khí	Tỷ trọng	Các giai đoạn		
		12/10/2019 - 02/2020	03/2020 - 2026	2027 - 2031
Petronas - Malaysia	10%	P = 0,9 MFO	P = 12,7% P_{Brent}	P = 13,7% P _{Brent}
PVN	90%		P = 46% MFO	

Trong đó:

- **P:** Giá khí quy đổi theo giá dầu, chưa bao gồm phí vận chuyển (USD/MMBTU);
- **MFO:** Giá dầu FO trung bình tháng (MFOC) tại thị trường Singapore theo tạp chí Platt's, quy đổi theo hệ số mỗi tấn dầu FO tương ứng với nhiệt trị toàn phần (GHV) là 40,6 MMBTU;
- **P_{Brent}:** Giá dầu thô Brent thị trường thế giới (USD/thùng).

2. Giá thành ước tính và cơ cấu chi phí sản xuất Urê tại châu Âu và Trung Quốc ([Trở về nội dung chính](#)).

Giá thành sản xuất Urê tại châu Âu và Trung Quốc (USD/tấn)



Giả định chi phí nguyên vật đầu vào chính

Quốc gia	Giá khí (USD/mmBTU)	Giá than (USD/tấn)
Ukraine	35,13	
Hà Lan	34,13	
Trung Quốc (khí)	5,28	
Trung Quốc (than)		225,16

*Khác bao gồm chi phí biến đổi khác, chi phí cố định, chi phí vận chuyển
 Nguồn: Argus Media, FPTS tổng hợp*

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp, Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này,

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS, Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình,

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra,

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu DCM, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này,

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức,

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam,

ĐT: 19006446

Fax: (84,24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp, Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP, Hồ Chí Minh,
Việt Nam,

ĐT: 19006446

Fax: (84,28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp, Đà Nẵng

Tầng 3, toà nhà Tràng Tiền, 130
Đống Đa, Quận Hải Châu, TP, Đà
Nẵng, Việt Nam,

ĐT: 19006446

Fax: (84,236) 3553 888