

Ngành : Bán lẻ| RETAIL RESEARCH

Khuyến nghị

MUA

Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau - CTCP (HSX: DCM)

TIẾP TỤC ĐƯỜNG ĐUA KỲ VỌNG TRONG NĂM 2021

Giá hiện tại:	17,450
Giá mục tiêu trước đây	-
Giá mục tiêu mới:	21,100
Tỷ suất cổ tức	3.5%
Tiềm năng tăng giá	20.9%

Ngày viết báo cáo:	1/4/2021	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	529.4	PVN	75.56%
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,159	PVFC	8.43%
Thanh khoản bình quân 6 tháng:	4,134,200		
Sở hữu nước ngoài	2.44%		

Bộ phận Retail Research:

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** mã cổ phiếu **DCM** với giá **21,100 VND/CP**, upside 20.9% so với giá ngày 31/3/2021 với phương pháp DCF và P/E, với tỷ trọng là 40% - 60%.

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

DỰ BÁO KQKD

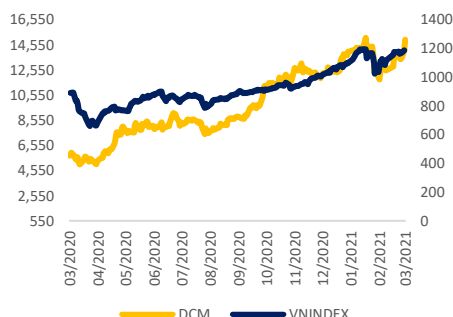
BSC dự báo DTT và LNST năm 2021 lần lượt đạt 9,493 tỷ đồng (+23.5% YoY) và 888 tỷ đồng (+34.3% YoY). EPS fwd = 1,366 đồng và P/E fwd= 13x, P/B fwd=1.4x

Giá khuyến nghị:	20,370 VND
Giá cắt lỗ:	12,470 VND

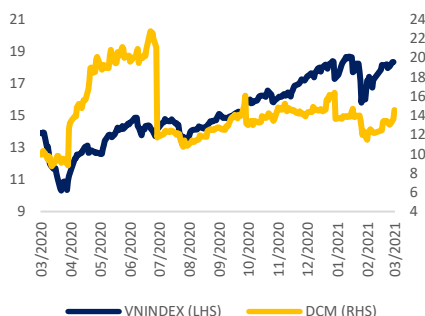
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ vào kỳ vọng giá bán tăng nhanh hơn mức tăng giá của nguyên liệu đầu vào - Do giá dầu tăng cao và duy trì tín hiệu tích cực từ nhu cầu phân bón trong 2021.
- Dự kiến nhà máy đạm Cà Mau sẽ gần như hết khấu hao vào năm 2024, cải thiện lợi nhuận ròng (+125.9% YoY) của công ty.
- Kỳ vọng vào khoản hoàn thuế khi luật thuế được sửa đổi vào năm 2021:
Theo phương pháp P/E
 - Kịch bản cơ sở: Giá Mục tiêu 2021 = 18,440 Đồng
 - Điều chỉnh VAT
 - Kịch bản thận trọng: Giá Mục tiêu 2021 = 22,210 Đồng
 - Kịch bản lý tưởng nhất: Giá Mục tiêu 2021 = 28,070 Đồng
- Thông tin cần theo dõi: PVN tiến dự kiến thoái vốn tạo DCM, Nhà máy NPK hoạt động vào năm 2021, M&A thêm nhà máy NPK và hợp tác đầu tư các nhà máy sản xuất phân hữu cơ và vi sinh.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT

Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu với giá mục tiêu nằm tại khu vực 20-20.5, cân nhắc cắt lỗ nếu ngưỡng hỗ trợ 12.5 bị xuyên thủng

RỦI RO

- Giá khí đầu vào tăng nhanh hơn dự báo và giá bán điều chỉnh thấp hơn kỳ vọng;
- Hiệu suất hoạt động của các nhà máy thấp hơn kỳ vọng do bảo dưỡng định kì.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- DT và LNST 2020** lần lượt đạt **7,563 tỷ VND (+7% yoy)** và **665 tỷ VND (+56% yoy)**, nhờ giá khí đầu vào giảm mạnh và nhu cầu xuất khẩu phân bón tăng cao.
- DCM đạt KH 2021**: DTT = 7,839 tỷ VND, LNST = 197 tỷ VND, sản lượng ure quy đổi 860 nghìn tấn

	2020	2021	Peer	VN-Index
PE (x)	17.2	12.8	11.73	14.7
PB (x)	1.5	1.4	0.79	2.0
PS (x)	1.2	1.0	0.3	1.5
ROE (%)	10.4%	13.5%	4.8%	14%
ROA (%)	7.6%	9.9%	3.4%	2%
EV/ EBITDA (x)	2.5	1.9	9.52	11.5

	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	9,335	9,651	9,996	10,299
Lợi nhuận gộp	1,742	1,683	1,600	2,607
Lợi nhuận sau thuế	888	810	705	1,592
EPS	1,366	1,246	1,084	2,450
Tăng trưởng EPS	34.3%	-8.8%	-13.0%	125.9%
Nợ ròng/ VCSH	35.9%	35.6%	36.7%	33.5%

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

(Tỷ đồng)	Q4/2020	Q4/2019	%yoy	2020	2019	% yoy	KH2021	Cập nhật KQKD 2020
DTT	2,258	2,111	+7%	7,563	7,043	+7%	7,839	DTT = 7,563 tỷ VND (+7% yoy), LNST = 665 tỷ VND (+56% yoy) , biên LNG cải thiện từ 13.6% lên 18.3% do: - Giá bán ure thương mại bình quân -10% yoy, sản lượng bán +20.6% yoy (tăng cường xuất khẩu nhờ nhu cầu tại các quốc gia châu Á tăng cao) - Chi phí giá khí trung bình -24.2% yoy nhờ cơ chế giá khí thả nổi mới trong bối cảnh giá dầu sụt giảm.
LN gộp	446	300	+48%	1,312	959	+37%		
CP bán hàng	-106	-128	-17%	-368	-364	+1%		
CP QLDN	-136	-56	+143%	-299	-201	+49%		
DT tài chính	33	22	+50%	128	127	+1%		Xét riêng Q4/2020: DTT = 2,258 tỷ VND (+7% yoy) , LNST = 207 tỷ VND (+74% yoy) nhờ: - Sản lượng bán +15% yoy - Giá bán ure duy trì ở mức thấp hơn so với cùng kỳ do diễn biến phức tạp của dịch bệnh và thời tiết. - Giá khí đầu vào +3% yoy
CP tài chính	-8	-12	-33%	-63	-103	-39%		
LNTT	230	127	+81%	719	463	+55%	210	
LNST	207	119	74%	665	427	+56%	197	
Sản lượng ure quy đổi (,000 tấn)				931	801	+16%	860	Theo đánh giá của BSC, DCM đặt KH 2021 tương đối thận trọng: DTT = 7,839 tỷ VND, LNST = 197 tỷ VND, sản lượng ure quy đổi 860 nghìn tấn.

TRIỂN VỌNG 2021 – TIẾP TỤC ĐƯỜNG ĐUA KỲ VỌNG TRONG NĂM 2021

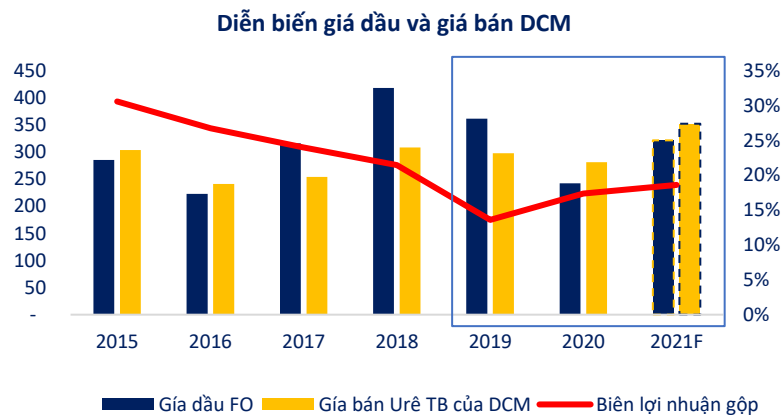
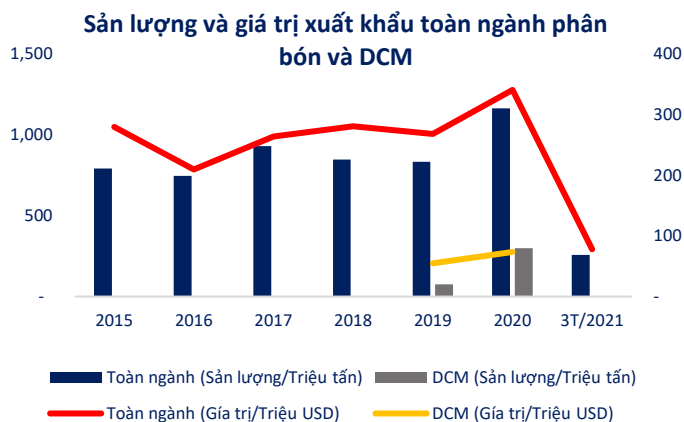
BSC dự báo DTT và LNST lần lượt đạt 9,493 tỷ đồng (+23.5% YoY) và 888 tỷ đồng (+34.3% YoY). EPS fwd = 1,366 đồng và P/E fwd= 13x, P/B fwd =1.4x. Dựa trên các giả định (1) biên lợi nhuận gộp tăng từ 17.4% lên 18.7% nguyên nhân do giá bán được điều chỉnh tăng nhanh hơn mức tăng giá khí nguyên liệu trong 2021 (2) Biên lợi nhuận gộp 2024 đạt 25.3% đến từ việc nhà máy đạm Cà Mau hết khấu hao, giúp DCM hơn 1,200 tỷ chi phí khấu hao so với cùng kỳ.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng phân bón Urê tăng trưởng 19.2% YoY, nhờ

(1) Sản lượng kinh doanh giảm 5% YoY, do nhà máy tăng sử dụng Urê Cà Mau làm đầu vào cho sản xuất NPK, nhưng vẫn vượt 12% KH dự kiến nhu cầu phân bón tiếp tục diễn biến khả quan nửa đầu năm 2021.

(2) Giá bán phân bón Urê năm 2021 được điều chỉnh tăng (+25%YoY) nhanh hơn mức nguyên liệu vật liệu đầu vào (chiếm 40% giá vốn), dẫn đến giả định biên lợi nhuận gộp tăng từ 17.4% lên 18.66% - Điều chỉnh dựa trên giả định về giá dầu Brent và số liệu giá bán 2T/2021.

Dựa trên những dữ liệu về ngành ([link báo cáo DPM](#)), chúng tôi cho rằng giá bán khó có thể duy trì mức cao như hiện tại và sẽ có điều chỉnh giảm trong Q3-Q4 khi nhu cầu lương thực ổn định và nguồn cung từ các nhà sản xuất phục hồi sau dịch Covid 19. Do đó, chúng tôi đặt giả định giá trung bình phân bón Urê sẽ ở mức 8,200 đồng/kg – mức giá cao +4% so với đối thủ, kỳ vọng vào lợi thế doanh nghiệp xuất khẩu hàng đầu trong ngành phân bón.



* 2019: Áp dụng cơ chế thả nổi giá

Bảng dự báo kết quả kinh doanh DCM:

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024
Giá dầu Brent (USD/thùng)	43	55	59	63	67
% YoY	-33%	27%	7%	7%	7%
Giá dầu FO (USD/MMBTU)	253	322	345	369	395
% YoY	-30%	27%	7%	7%	7%
Giá khí thiên nhiên (USD/MMBTU)	4.27	5.11	5.38	5.68	6.31
% YoY	-11%	20%	5%	5%	11%
Doanh thu Phân bón Ure quy đổi	6,073	7,241	6,918	6,937	6,920
% YoY	9.0%	19.2%	-4.5%	0.3%	-0.2%
Doanh thu NPK		1,032	1,594	1,888	2,179
% YoY			54.5%	18.4%	15.4%
Sản lượng tiêu thụ (ngàn tấn)					
Phân bón Urê quy đổi	929	883	819	809	799
% YoY	15%	-5%	-7%	-1%	-1%
Phân bón NPK	-	120	180	210	240
% YoY			50%	17%	14%
Doanh thu	7,561	9,335	9,651	9,996	10,299
Giá vốn hàng bán	6,244	7,593	7,968	8,396	7,692
Lợi nhuận gộp	1,317	1,742	1,683	1,600	2,607
Chi phí bán hàng	369	484	500	518	534
Chi phí QLDN	304	411	425	440	453
EBIT	643	847	759	642	1,620
Doanh thu tài chính	128	148	148	148	148
Chi phí tài chính	63	20	13	11	9
LN trước thuế	709	975	893	779	1,758
Thuế TNDN	54	84	67	60	134
Lợi nhuận sau thuế	654	891	826	719	1,624
EPS cơ bản (đồng)	1,017	1,366	1,246	1,084	2,450
Biên LNG	17.4%	18.7%	17.4%	16.0%	25.3%
Biên LN ròng	8.7%	9.5%	8.6%	7.2%	15.8%
ROE	10.4%	13.5%	12.4%	11.1%	23.0%

Nguồn: BSC Research dự báo

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **Mua** mã cổ phiếu **DCM** với giá **21,100 VND/CP**, upside 20.9% so với giá ngày 31/03/2021 với phương pháp DCF và P/E, với tỷ trọng là 40% - 60%.

Phương pháp	Định giá (đồng/ CP)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/ CP)
DCF	25,097	40%	10,039
P/E với P/E mục tiêu 13.5x	18,439	60%	11,064
Gía mục tiêu (đồng/ CP)			21,100
Gía đóng cửa ngày 31/03/2021			17,450
Tỷ lệ cổ tức			3.4%
TSR			20.9%
P/E 3 năm			13.5
Phương pháp DCF			
Chi phí sử dụng vốn bình quân (%)		FCFF (Tỷ đồng)	
Beta	0.86	Gía trị hiện tại của FCF*	5,336
Lãi suất phi rủi ro	3.5%	Gía trị thanh lý	5,196
Phần bù rủi ro thị trường	11.5%	Tổng giá trị hiện tại FCF	10,532
Chi phí VCSH	13.3%	(+) Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn	3,205
Chi phí nợ	3.1%	(-) Nợ vay ngắn và dài hạn	(447)
Thuế TNDN	8.6%	(-) Lợi ích của cổ đông thiểu số	(4)
% Nợ	11.5%	EV	13,286
% VCSH	88.5%	Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	529
WACC	11.9%	Gía trị 1 CP, VND	25,097

Phương pháp P/E	
EPS 2021 (đồng/CP)	1,366
P/E mục tiêu (lần)	13.5
Gía mục tiêu cho 2021 (đồng)	18,439

Nguồn: BSC Research

Bảng tổng hợp các doanh nghiệp cùng ngành phân theo vốn hóa

Mã CK	Tên	Sàn	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	P/E cơ bản (TTM)	P/B (TTM)	P/S (TTM)	EV/EBITDA
DCM	Đạm Cà Mau	HOSE	7,914.53	11.92	1.26	1.05	4.35
DPM	Đạm Phú Mỹ	HOSE	7,161.42	10.33	0.89	0.92	5.13
DHB	Đạm Hà Bắc	UPCOM	1,959.84	-1.34		0.70	40.04
DDV	DAP - Vinachem	UPCOM	1,784.00	109.72	1.40	0.95	9.39
BFC	Phân bón Bình Điền	HOSE	1,137.64	8.52	1.17	0.21	6.27
LAS	Hóa chất Lâm Thao	HNX	1,015.71	133.78	0.82	0.44	9.66
SFG	Phân bón Miền Nam	HOSE	440.18	156.11	0.79	0.32	28.67
VAF	Phân lân Văn Điển	HOSE	376.65	17.43	0.82	0.51	10.79
QBS	Xuất nhập khẩu Quảng Bình	HOSE	185.80	-3.23	0.29	0.15	-25.93
PSW	Phân bón hóa chất dầu khí Tây Nam Bộ	HNX	151.30	18.08	0.77	0.09	23.63
NFC	Phân lân Ninh Bình	HNX	124.28	13.56	0.68	0.29	5.87
PCE	Phân bón và Hóa chất DK Miền Trung	HNX	103.00	8.03	0.64	0.06	13.57
PSE	Hóa chất DK Đông Nam bộ	HNX	97.50	11.55	0.63	0.05	10.95
HPH	Hóa Chất Hưng Phát Hà Bắc	UPCOM	40.32	13.50	0.40	0.53	3.84
HSI	Phân bón Hóa sinh	UPCOM	19.53	-30.11	43.15	0.11	18.31
DCI	CN Hóa chất Đà Nẵng	UPCOM	2.84	0.39	0.09	0.01	0.29
Trung vị			281.23	11.73	0.79	0.30	9.52

Nguồn: Fiin Pro

*** Các yếu tố theo dõi chưa đưa vào định giá cần chú ý

Kỳ vọng được hoàn thuế VAT đầu vào khi luật thuế VAT sửa đổi được thông qua vào kì họp Quốc Hội vào 2021 (chưa ghi nhận vào kết quả định giá chung)

Việc Bộ Tài Chính kiến nghị Chính Phủ về ý kiến sửa đổi Luật Thuế 71/2014/QH13 ngày 26/11/2014, theo hướng đưa phân bón là mặt hàng chịu thuế VAT ở mức 5%, để trình Quốc hội kỳ vọng sẽ được thông qua vào kì họp tháng 3/2021. Theo BSC, sự kiện này có thể tác động đến chi phí giá vốn trong giai đoạn 2021-2024, nên chúng tôi đã xây dựng hai kịch bản để đánh giá tác động

Trường hợp 1: Luật thuế VAT không được thông qua (kịch bản dự phóng cơ sở)

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh Thu	7,561	9,335	9,651	9,996	10,299
Lợi nhuận gộp	1,317	1,742	1,683	1,600	2,607
Biên lợi nhuận gộp	17.4%	18.7%	17.4%	16.0%	25.3%
EBIT	643	847	759	642	1,620
EPS	1,017	1,366	1,246	1,084	2,450
Định giá theo P/E (Đồng)		18,440			

Nguồn: BSC Research dự báo

Trường hợp 2: Luật thuế VAT được thông qua

Dựa trên giả định, BSC kỳ vọng sự kiện này sẽ giúp DCM được hoàn thuế VAT đầu vào, tương đương ~236 tỷ đồng/năm trong giai đoạn dự phóng, tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp toàn công ty từ năm 2021.

2.1 Kịch bản dự phóng thận trọng:

Giá bán bị điều chỉnh giảm 5%: Theo dự thảo được đề xuất bởi bộ Tài chính ([link](#))

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh Thu	7,561	8,980	9,312	9,656	9,960
Lợi nhuận gộp	1,317	1,695	1,655	1,587	2,625
Biên lợi nhuận gộp	17.4%	18.9%	17.8%	16.4%	26.4%
EBIT	643	834	763	661	1,671
EPS	1,017	1,645	1,524	1,349	3,049
Định giá theo P/E (Đồng)		22,210			

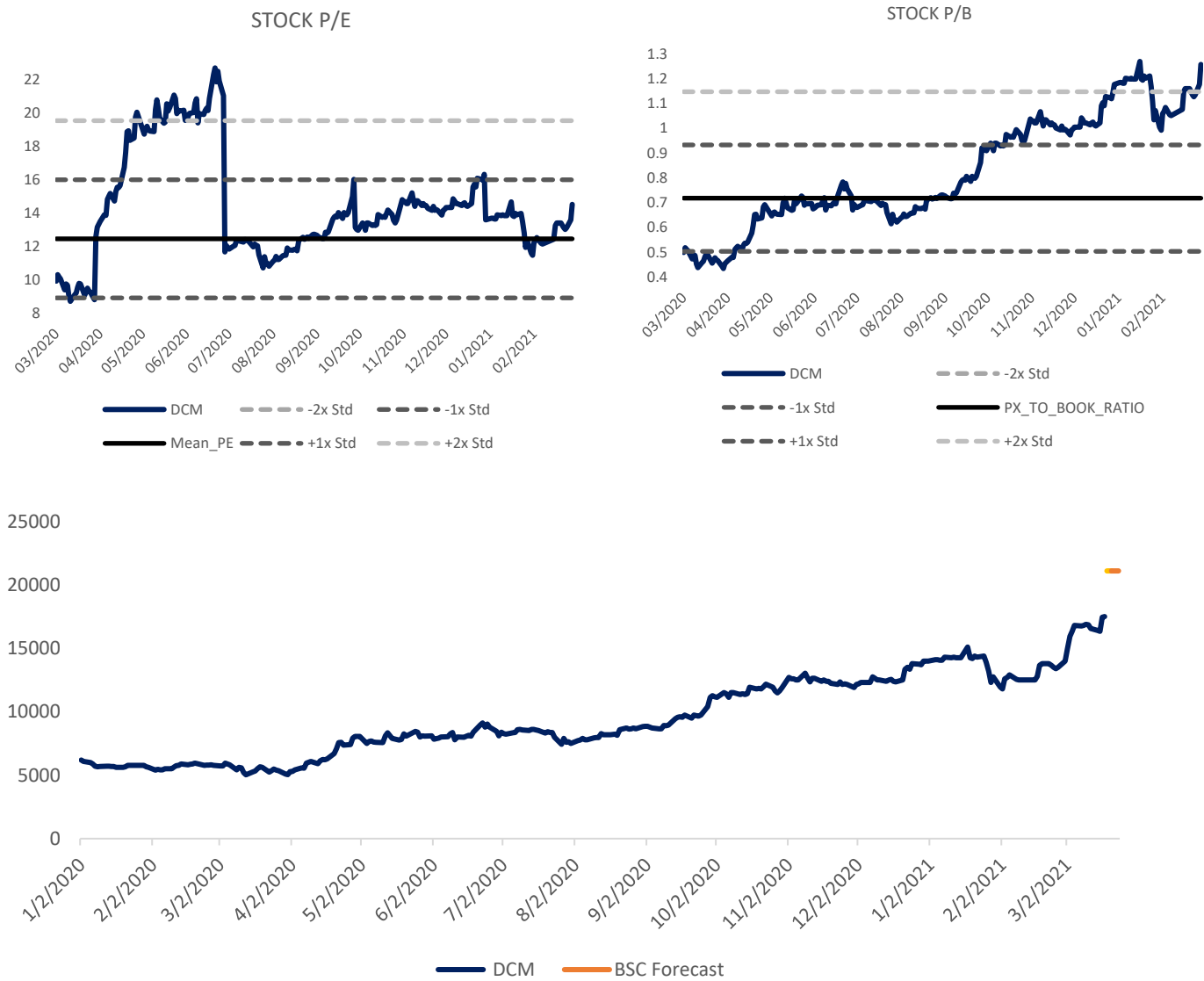
Nguồn: BSC Research dự báo

2.2 Kịch bản dự phóng lý tưởng nhất:

*** Giá bán không thay đổi

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024
Doanh Thu	7,561	9,335	9,651	9,996	10,299
Lợi nhuận gộp	1,317	1,978	1,915	1,841	2,873
Biên lợi nhuận gộp	17.4%	21.2%	19.8%	18.4%	27.9%
EBIT	643	1,084	990	883	1,886
EPS	1,017	2,079	1,906	1,728	3,417
Định giá theo P/E (Đồng)		28,070			

Nguồn: BSC Research dự báo



QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT

Giá mục tiêu 20,370

Giá cắt lỗ 12,470

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- Chỉ báo xu hướng MACD: đường MACD ở dưới đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Đi vào vùng quá mua.
- Đường MA: EMA12 ở trên EMA26.

Nhận định: DCM đang ở trong quá trình tăng giá trung hạn từ đầu tháng 4 năm ngoái đến nay và hiện vẫn đang bứt phá lên những vùng giá cao tiếp theo. Thanh khoản cổ phiếu trong những tuần gần đây đang có chiều hướng tăng dần. Mặc dù chỉ báo động lượng RSI vừa đi vào vùng quá mua nhưng đường MACD cũng chuẩn bị cất trở lại lên trên đường tín hiệu nên tiềm năng cổ phiếu sẽ vẫn duy trì đà tăng trong ngắn hạn. Nếu nhìn theo phân tích Fibonacci thì DCM có thể tiếp tục hướng tới ngưỡng Fib 161.8% trong thời gian tới.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu với giá mục tiêu nằm tại khu vực 20-20.5, cân nhắc cắt lỗ nếu ngưỡng hỗ trợ 12.5 bị xuyên thủng.



Nguồn: BSC, PTKT iTrade

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

