

NGÀNH: PHÂN BÓN
Ngày 30 tháng 03 năm 2018
CÔNG TY PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU (HSX: DCM)
Thạch Minh Khai

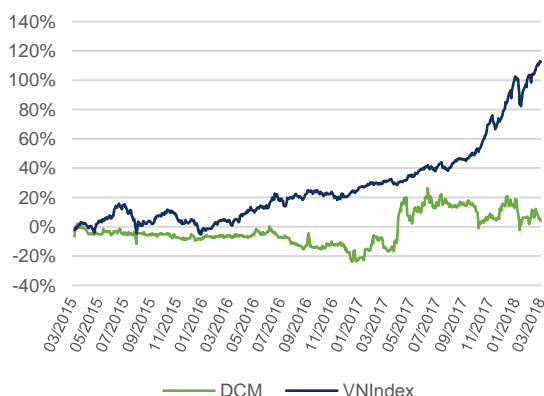
Chuyên viên phân tích

 Email: khaitm@fpts.com.vn

Tel: (028) - 6290 8686 - Ext : 7583

Biến động giá cổ phiếu DCM và VNIndex

(từ 31/3/2015 – 30/3/2018)


Thông tin giao dịch (30/3/2018)

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	12.250
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	15.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	9.900
Số lượng CP niêm yết (cp)	529.400..000
Số lượng CP lưu hành (cp)	529.400.000
KLGD BQ 10 phiên (CP/ngày)	603.797
% sở hữu nước ngoài	3,68%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	5.294
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	6.538

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau
Địa chỉ	Lô D, Khu công nghiệp Phường 1, Phường 1, TP.Cà Mau
Doanh thu chính	Phân bón
Chi phí chính	Chi phí nguyên liệu khí, khấu hao
Lợi thế cạnh tranh	Sản phẩm chất lượng cao, đặc thù và gần vùng tiêu thụ.
Rủi ro chính	Biến động giá phân urea đầu ra.

Danh sách cổ đông (30/3/2017)

	Tỷ lệ %
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	75,6%
Công ty Quản lý Quỹ đầu tư tài chính Dầu khí	8,7%
Đinh Như Cường	0,01%
Nguyễn Đức Hạnh	0,01%
Bùi Minh Tiến	0,01%
Cổ đông khác	14,7%

Giá thị trường (30/03/2018)	12.250	Khuyến nghị
Giá trị nội tại/cổ phiếu	15.200	MUA
Tăng/(giảm)	24%	

Công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) là thành viên của Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam. Ngay từ khi thành lập năm 2012, DCM đã vươn lên nằm trong nhóm các doanh nghiệp đầu ngành Phân bón Việt Nam với năng lực sản xuất năm 2017 là 847.000 tấn, dự kiến năm 2020 tăng lên 1,1 triệu tấn và năng lực cung cấp hơn 1,2 triệu tấn phân bón các loại mỗi năm. Sản phẩm chất lượng cao, là đơn vị sản xuất urea hạt đục duy nhất tại Việt Nam và rào cản gia nhập ngành sản xuất phân urea rất cao là những lợi thế cạnh tranh bền vững cho DCM.

DCM đang sở hữu 1 nhà máy sản xuất urea công suất 800.000 tấn/năm, 1 nhà máy sản xuất phân Urea Humate 30.000 tấn/năm và dự kiến năm 2019 sẽ hoàn thành xây dựng nhà máy NPK công nghệ urea nóng chảy công suất 300.000 tấn/năm.

Hiện nay nguồn cung phân urea nội địa vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ trong nước, ngoài ra thị trường xuất khẩu sang Campuchia của DCM rất tiềm năng, kết hợp với lợi thế gần vùng tiêu thụ rộng lớn và công nghệ hiện đại nhất Việt Nam là những yếu tố giúp DCM duy trì tăng trưởng trong tương lai.

Dòng tiền kinh doanh tốt, doanh nghiệp tích cực trả nợ vay, lượng tiền mặt trên mỗi cổ phần và tỷ lệ chi trả cổ tức luôn duy trì ở mức cao là những điểm sáng trong tình hình tài chính của DCM.

DCM được đánh giá là doanh nghiệp giàu tiềm năng, có nền tảng kinh doanh tốt và tình hình tài chính lành mạnh. Tuy nhiên trong trung hạn, con số lợi nhuận có thể không tương xứng với tiềm năng do từ nay đến năm 2023, áp lực khấu hao nhà máy của DCM vẫn rất cao.

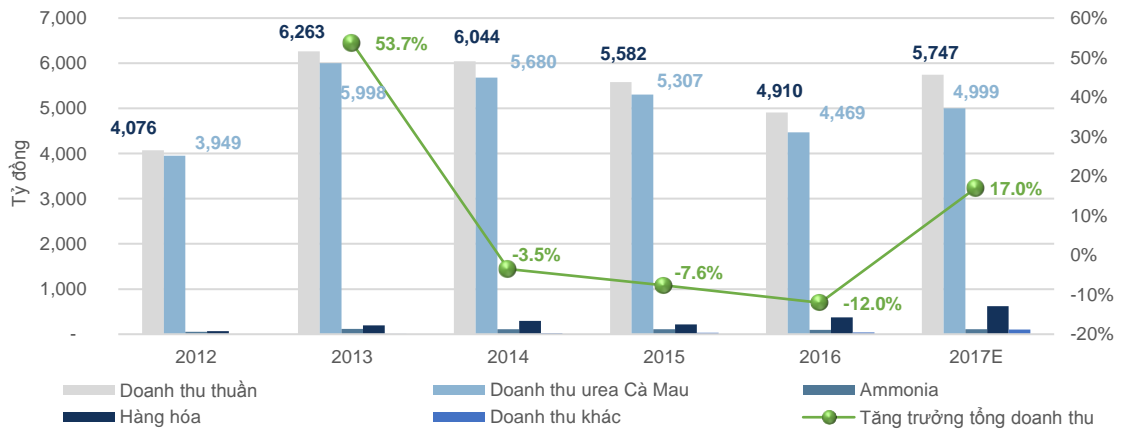
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DCM dựa trên những luận điểm phân tích đầu tư sau:

- **Động lực tăng trưởng**
- **Khả năng sinh lời**
- **Rủi ro đầu tư**
- **Đánh giá ban lãnh đạo**
- **Định giá**

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

Trước năm 2017, giá urea liên tục giảm đã khiến doanh thu DCM bị suy giảm theo. Tuy nhiên, từ năm 2017 giá phân bón nói chung và urea nói riêng đã hồi phục và được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới sẽ góp phần cải thiện doanh thu. Bên cạnh đó, dự kiến giữa năm 2019 nhà máy NPK công suất 300.000 tấn/năm (bằng 37,5% công suất nhà máy urea hiện tại) được đưa vào hoạt động sẽ tạo động lực tăng trưởng dài hạn.

BIỂU ĐỒ 1: Quy mô doanh thu thuần và tăng trưởng doanh thu thuần 2012-2017



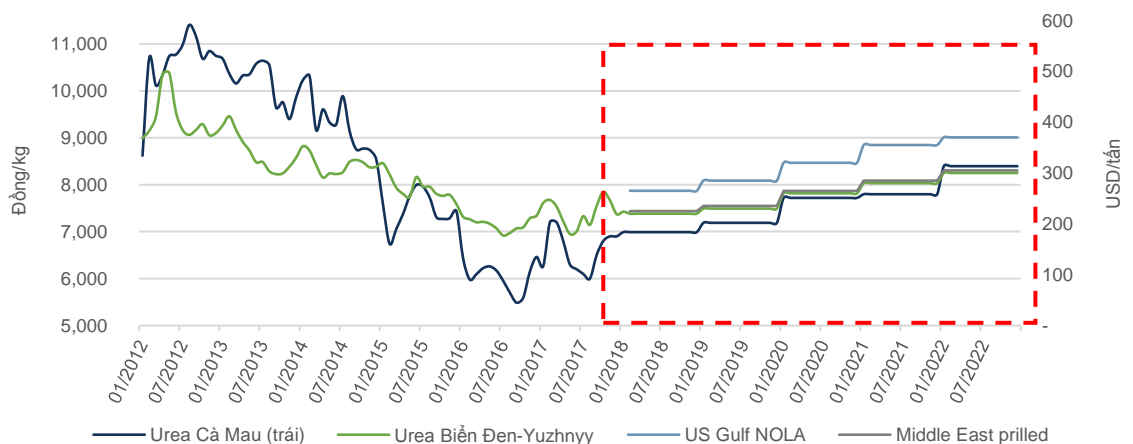
Nguồn: BCTC, FPT Research

Doanh thu thuần tăng trưởng trở lại sau giai đoạn sụt giảm 2014-2016 (năm 2017 đạt 5.747 tỷ, tăng 17%yoy): Giai đoạn 2012-2017, doanh thu thuần tăng từ 4.047 tỷ lên 5.747 tỷ, với CAGR là 5,9%/năm, riêng năm 2017 tăng trưởng 17%yoy với động lực chủ yếu từ giá phân urea đầu ra tăng 9% và lượng tiêu thụ tăng 10%. Dù vậy DCM đã phải trải qua 3 năm liên tiếp, 2014-2016, doanh thu suy giảm do giá urea thế giới giảm.

Urea tiếp tục là sản phẩm chủ lực, chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu nhưng bắt đầu giảm dần vai trò do sản phẩm được đa dạng hơn khi doanh nghiệp đẩy mạnh phân phối các loại phân bón khác như DAP, Kali,... để mở rộng thị phần và thị trường. Doanh thu mảng phân phối phân bón đã tăng từ 70 tỷ năm 2012 lên 623 tỷ năm 2017, đạt CAGR là 44%/năm.

Giá phân bón dự báo phục hồi sẽ tác động tích cực lên tăng trưởng doanh thu 2018-2022

BIỂU ĐỒ 2: Diễn biến và dự báo giá urea Cà Mau và thế giới



Nguồn: Indexmundi, Agromonitor, Fertecon, FPT Research

Giá urea được dự báo hồi phục do chi phí sản xuất tại Trung Quốc gia tăng đẩy mạnh giá urea đầu ra trong khu vực và trên thế giới tăng theo. Sản lượng sụt giảm tại Trung Quốc sẽ tác động tiêu cực đến sản lượng urea toàn cầu vì nước này chiếm đến 33% sản lượng urea thế giới vào năm 2017.

Trên thế giới, urea được sản xuất từ khí và từ than, do đó giá hai nguyên liệu này ảnh hưởng lớn lên giá urea. Giai đoạn 2012-2016 giá than và giá dầu (giá dầu có ảnh hưởng đến giá khí do một số khu vực chính sách giá khí được neo vào giá dầu) giảm mạnh nên giá urea giảm theo là một ví dụ điển hình. Tuy nhiên từ giữa năm 2016, giá hai loại nguyên liệu trên đã tăng trở lại đã dẫn đến giá urea tăng theo. So với khí, than có ảnh hưởng mạnh hơn do 33% sản lượng urea thế giới tập trung ở Trung Quốc và quốc gia này chủ yếu sản xuất urea từ than đá, trong khi sản lượng urea còn lại phân bố ở nhiều quốc gia có những chính sách giá khí khác nhau nên mức độ tác động đồng thời lên giá urea thế giới thấp hơn so với diễn biến giá than.

Trong thời gian tới, sản lượng urea Trung Quốc được dự báo tiếp tục giảm do các nhà máy urea hoạt động kém hiệu quả và không đáp ứng tiêu chuẩn môi trường buộc phải đóng cửa. Trong khi đó các nhà máy tiếp tục hoạt động sẽ đối mặt với tình trạng chi phí sản xuất tăng lên do nguồn cung than đá của Trung Quốc suy giảm. Năm 2017 Trung Quốc đã đóng cửa một số mỏ than với tổng công suất là 250 triệu tấn, tương đương 7,3% công suất khai thác năm 2016 của Trung Quốc. Mục tiêu ít nhất tới năm 2020, quốc gia này sẽ cắt giảm thêm 150 triệu tấn/năm.

Giá than và giá dầu duy trì tăng sẽ tác động tích cực đến giá urea: Từ năm 2017 đến năm 2020, Fertecon dự báo giá than anthracite ở Trung Quốc sẽ tăng khoảng 5%/năm do 2 yếu tố chính là sản lượng than đá nói chung ở Trung Quốc sẽ bị ảnh hưởng do những nỗ lực cắt giảm sản lượng để cải thiện tình trạng ô nhiễm môi trường. Yếu tố thứ 2 là nhu cầu tiêu thụ than anthracite sẽ tăng lên do đây là loại than sạch nên các nhà máy nhiệt điện/phân bón sử dụng than chất lượng kém trước đây sẽ dần chuyển sang sử dụng than anthracite. Đối với giá dầu, sau thời gian dài giảm sâu đến cuối năm 2016 đã hồi phục và được IEA dự báo giá dầu WTI sẽ duy trì ở mức 60\$/thùng đến năm 2019 sẽ hỗ trợ tích cực đến giá urea thế giới.

Do nước ta vẫn nhập khẩu phân urea nên giá urea thế giới sẽ ảnh hưởng giá urea trong nước. Ngoài ra do nhà máy Đạm Phú Mỹ và Đạm Cà Mau sử dụng khí để sản xuất urea, trong khi nhà máy Đạm Hà Bắc và Đạm Ninh Bình sử dụng than nên giá than duy trì ở mức cao sẽ gây khó khăn cho hai nhà máy này, có thể ảnh hưởng đến sản lượng nội địa và là cơ hội cho DCM cũng như DPM.

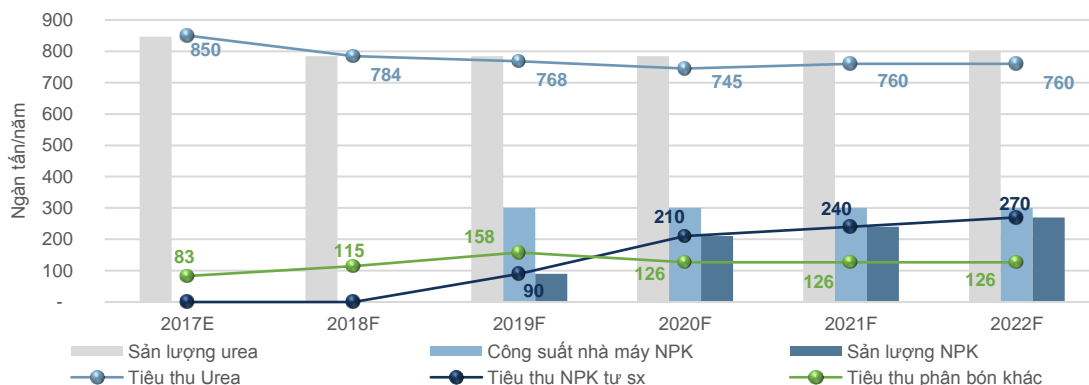
Chúng tôi dự phóng giá urea Cà Mau theo dự báo giá urea thế giới của Fertecon và điều chỉnh các yếu tố như chi phí vận chuyển và chi phí khác. Năm 2018, dự phóng giá urea Cà Mau đạt 6,4 triệu/tấn, +9% yoy. Tuy nhiên do nguồn cung khí đầu vào có thể suy giảm nên chúng tôi dự phóng DCM chỉ vận hành đạt 98% công suất thiết kế nhà máy (năm 2017 là 106% công suất), tương ứng lượng tiêu thụ chỉ đạt 784 ngàn tấn, -7% yoy. Doanh thu mảng urea đạt 5.021 tỷ, +0,4% yoy.

Ngoài ra khi giá urea tăng cũng là cơ sở kéo theo giá phân NPK tăng theo (dự kiến từ giữa năm 2019 DCM sẽ bắt đầu sản xuất phân NPK) do urea là nguyên liệu sản xuất phân NPK và cũng là sản phẩm có tính chất thay thế phân NPK.

Lượng tiêu thụ phân bón gia tăng sẽ tạo động lực tăng trưởng trong thời gian tới

Năm 2017, ước tính Việt Nam tiêu thụ 11,5 triệu tấn phân bón, +2,67 yoy và được dự báo duy trì tốc độ tăng trưởng trên đến năm 2020. Hai loại phân bón DCM đang và sẽ sản xuất là urea và NPK tiêu thụ lần lượt là 2,41 triệu và 4,1 triệu tấn, thay đổi lần lượt -3% và +3,8% yoy.

Nguồn cung phân urea trong nước năm 2017 đạt 2.065 ngàn tấn trong khi tiêu thụ là 2.410 tấn nên khả năng tiêu thụ hết 100% sản lượng của DCM hoàn toàn khả thi, đặc biệt khi hai nhà máy Đạm Hà Bắc và Ninh Bình đang hoạt động khó khăn. Bên cạnh đó, xu hướng chuyển dịch sang sử dụng phân NPK chất lượng cao sẽ là tiền đề tăng trưởng tiêu thụ cho DCM khi doanh nghiệp sẽ sản xuất loại phân này từ giữa năm 2019.

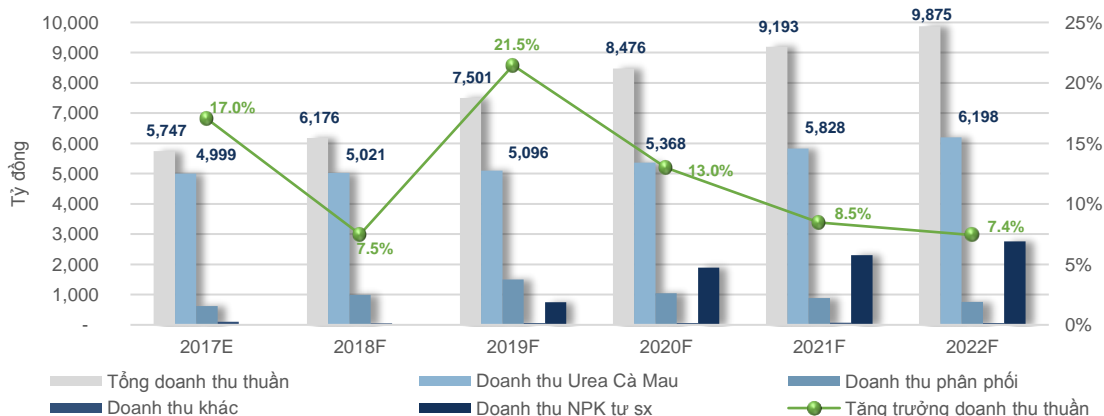
BIỂU ĐỒ 3: Dự phóng sản lượng và lượng tiêu thụ phân bón của DCM


Nguồn: FPTs Research

Đối với phân urea: Chúng tôi dự phóng lượng tiêu thụ năm 2018 sẽ ở mức trung bình khoảng 780 ngàn tấn/năm, bằng 97,5% công suất nhà máy. Dự kiến từ giữa năm 2019, khi nhà máy NPK đi vào hoạt động DCM sẽ dùng urea Cà Mau tự sản xuất làm nguyên liệu cho nhà máy NPK do đó lượng tiêu thụ urea tiếp tục giảm nhẹ về 760-768 ngàn tấn/năm. (ước tính khi nhà máy NPK vận hành 100% công suất sẽ tiêu thụ khoảng 50 ngàn tấn urea nguyên liệu).

Đối với phân bón khác: Năm 2017 ước tính DCM đã cung cấp ra thị trường khoảng 83 ngàn tấn phân Kali, DAP, NPK và một số phân bón khác, tương ứng doanh thu đạt 623 tỷ, +67% yoy. Năm 2018, lượng tiêu thụ được dự báo sẽ tiếp tục tăng lên 115 ngàn tấn với doanh thu tương ứng là 997 tỷ, +60% yoy. Cơ sở dự phóng dựa trên hợp đồng mới ký kết phân phối 100.000 tấn Kali giữa DCM và ICL (tập đoàn sản xuất phân Kali tại Israel), cùng việc tăng phân phối phân bón khác để bù đắp sản lượng urea suy giảm và chạy đà cho việc tung ra thị trường phân NPK Cà Mau trong năm 2019. Tuy nhiên trong dài hạn tỷ trọng doanh thu mảng phân phối sẽ giảm khi sản lượng NPK gia tăng do DCM sẽ tập trung khai thác hiệu quả sản phẩm tự sản xuất có biên lợi nhuận gộp hấp dẫn hơn phân phối rất nhiều (BLNG NPK sản xuất khoảng 20% so với 7% của mảng phân phối)

Theo dự kiến của DCM, nhà máy NPK sẽ hoạt động từ đầu năm 2019. Tuy nhiên để thận trọng chúng tôi dự phóng nhà máy chỉ vận hành từ giữa năm 2019 và đạt 30% công suất, tương ứng sản lượng và lượng tiêu thụ là 90 ngàn tấn, doanh thu đạt 747 tỷ. Dự phóng đến năm 2020 sẽ tăng lên 1.894 tỷ doanh thu và sản lượng đạt 210 ngàn tấn, 70% công suất nhà máy.

BIỂU ĐỒ 4: Doanh thu DCM dự phóng giai đoạn 2017-2022


Nguồn: FPTs Research

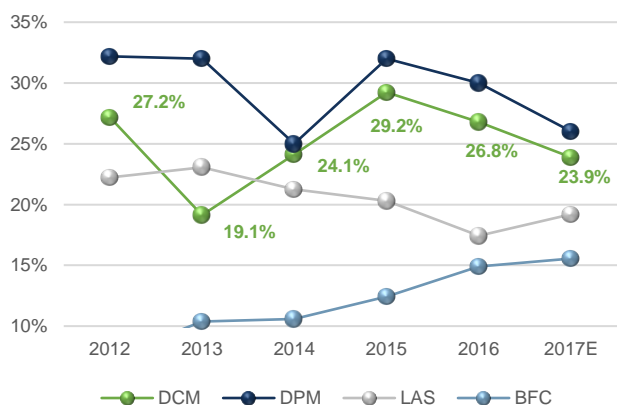
Dự phóng doanh thu thuần năm 2018 đạt 6.176 tỷ, +7,5% yoy. Đến năm 2019 sẽ tăng mạnh 21,5% và đạt 7.501 tỷ do lượng tăng thêm từ mảng phân phối và nhà máy NPK đi vào hoạt động.

KHẢ NĂNG SINH LỜI

Giả định dự phóng trong chính sách giá khí đầu vào giai đoạn 2019-2022 vẫn như giai đoạn 2015-2018 khi **DCM được PVN trợ cấp giá khí đầu vào** đảm bảo ROE từ việc kinh doanh sản phẩm của **riêng nhà máy urea** đạt 12%.

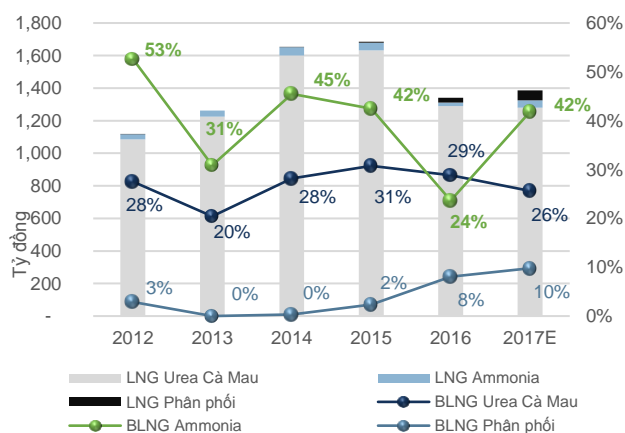
DCM hoạt động trong lĩnh vực sản xuất phân urea có rào cản kỹ thuật và vốn đầu tư rất cao nên cho phép doanh nghiệp duy trì được biên lợi nhuận gộp khá cao, đứng thứ 2 trong ngành sau DPM.

BIỂU ĐỒ 5: Biên lợi nhuận gộp của các công ty phân bón lớn



Nguồn: BCTC, FPTC Research

BIỂU ĐỒ 6: Biên lợi nhuận gộp theo từng mảng hoạt động



Nguồn: BCTC, FPTC Research

Biên lợi nhuận gộp (BLNG) của DCM tương đối cao, dao động trong khoảng 20-30%, cao thứ 2 trong ngành, sau DPM. BLNG của DCM khá biến động qua các năm với nguyên nhân chính do chính sách điều tiết giá khí để điều chỉnh lợi nhuận và đảm bảo chỉ số ROE đạt 12%. Có thể hiểu chính sách này là Lợi nhuận sau thuế và Chi phí hoạt động của DCM đã được xác định trước, sau đó tùy vào tình hình doanh thu đạt được mà PVN điều tiết giá khí đầu vào để đảm bảo mục tiêu về lợi nhuận.

Trong cơ cấu sản phẩm năm 2017, hóa chất ammonia có BLNG cao nhất là 42% do hóa chất này nguồn cung trong nước thiếu hụt rất nhiều, mảng sản xuất phân urea đạt BLNG 26%. **Trong cơ cấu LNG urea chiếm đến 93%**, phần còn lại không đáng kể do đóng góp mảng phân phân phối. So với sản phẩm của doanh nghiệp tương đồng là DPM, phân urea và ammonia của DCM có BLNG thấp hơn do chính sách giá nguyên liệu khí khác nhau và DPM đã hết khấu hao nhà máy.

Trong thời gian tới chúng tôi dự phóng BLNG không có thay đổi đáng kể vì 2 lý do:

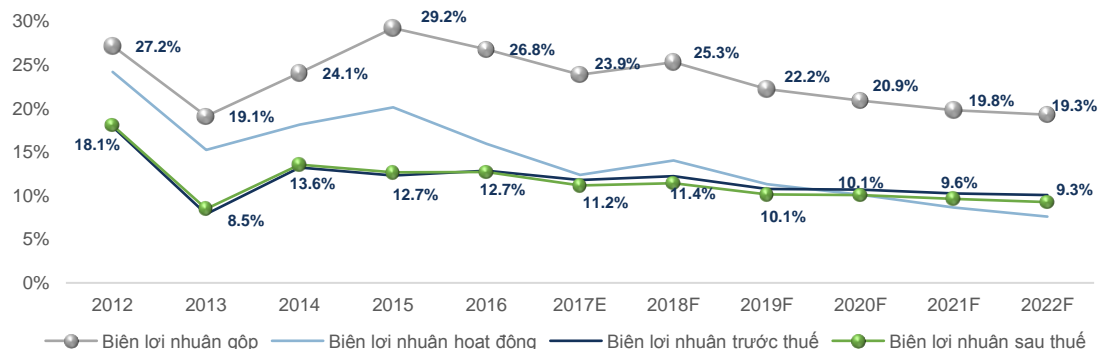
(1) chính sách giá khí đối với mảng phân urea chúng tôi dự phóng vẫn tiếp tục như giai đoạn 2015-2018 (Lợi nhuận mảng sản xuất phân urea đảm bảo ROE đạt 12%). DCM hiện được PVN trợ cấp giá khí đầu vào từ năm 2015 với mức giá cho năm 2015, 2016 lần lượt là 3,38; 1,96 \$/Mmbtu, năm 2017 ước khoảng 2,9 \$/Mmbtu. Cùng giai đoạn này giá khí đầu vào của DPM lần lượt là 5,35; 3,86 và 5,01 \$/Mmbtu, có thể thấy, **giá khí đầu vào của DCM thấp hơn 40-50% so với DPM.** Đây là ưu đãi không nhỏ của PVN dành cho DCM. Theo kế hoạch của doanh nghiệp và đánh giá của chúng tôi, **PVN sẽ tiếp tục trợ giá khí cho DCM trong giai đoạn 5 năm tiếp theo 2019-2023** nhằm đảm bảo DCM hoạt động có lãi (do áp lực khấu hao nhà máy lớn kéo dài tới 2023) và thực hiện được kế hoạch thoái vốn của PVN tại DCM cho các đối tác chiến lược. Nếu PVN dừng trợ cấp giá khí đầu vào cho DCM từ năm 2019, dự báo DCM sẽ lỗ 240 tỷ và 45 tỷ cho 2 năm 2019-2020, giảm mạnh so với mức lãi ròng 760-860 tỷ mỗi năm nếu DCM tiếp tục được trợ giá (như kịch bản chúng tôi sử dụng để dự báo và định giá).

(2) mảng phân NPK chúng tôi dự phóng BLNG chỉ đạt khoảng 10% vào năm 2019 và dần cải thiện lên 18% khi sản lượng đạt 80% công suất nên kéo LNG của cả doanh nghiệp giảm. Ở dòng sản phẩm này, BFC là doanh nghiệp đầu ngành có BLNG năm 2017 là 15,7%, tuy nhiên DCM đã tự chủ được nguyên liệu urea và công nghệ sản xuất hiện đại hơn nên BLNG sẽ cao hơn tương đối.

Mặc dù BLNG chúng tôi dự phóng giảm nhẹ nhưng cơ cấu LNG sẽ được đa dạng hóa từ các nhóm sản phẩm khác nhau, điều này sẽ giảm rủi ro biến động LNG.

Biên lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận sau thuế được dự báo giảm nhẹ:

BIỂU ĐỒ 7: Các chỉ số tỷ suất sinh lời của DCM



Nguồn: BCTC, FPTC Research

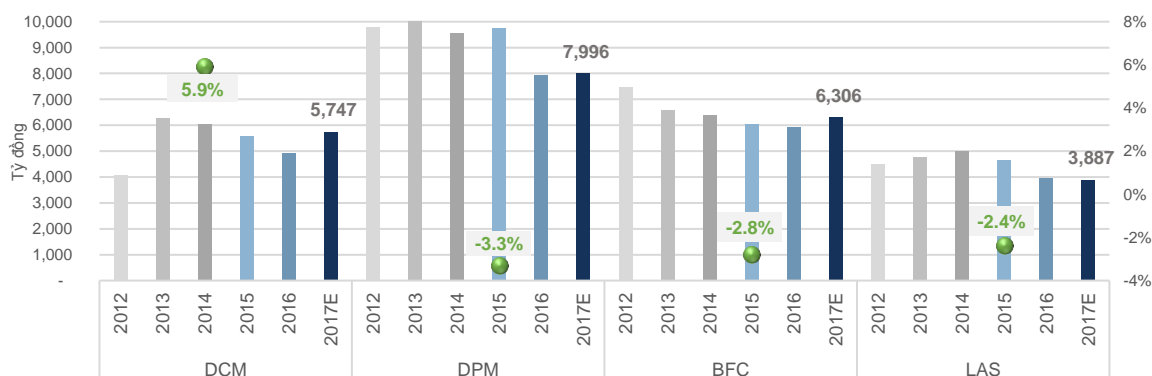
Chúng tôi dự phóng các chỉ số biên lợi nhuận khác (LNTT&LNST) vẫn được duy trì tương đối ổn định: do chi phí lãi vay giảm (giảm dư nợ vay) trong khi doanh thu tài chính sẽ tăng mạnh do dòng tiền của DCM rất lớn (riêng khấu hao mỗi năm trên 1.300 tỷ) nên thu nhập từ lãi tiền gửi sẽ tăng lên, tuy nhiên đi cùng với việc mở rộng kinh doanh chi phí hoạt động cũng sẽ tăng lên và khiến cho Biên lợi nhuận trước và sau thuế không thay đổi nhiều.

Từ nay đến năm 2023, mức thuế suất thực TNDN đối với DCM không có nhiều biến động. Lợi nhuận hoạt động sản xuất phân urea vẫn được nhận thuế suất thu nhập doanh nghiệp (TNDN) ưu đãi là 5% tới năm 2023. Mặc dù mảng phân phối sản phẩm nhập khẩu được dự phóng sẽ được đẩy mạnh và phải chịu thuế suất thuế TNDN 20% nhưng sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến LNST vì mảng này đóng góp không đáng kể vào LNG và LNTT (chỉ chiếm 4,3% LNG năm 2017).

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng cao của DCM nhưng trong trung hạn, lợi nhuận của DCM sẽ chưa thể tăng trưởng mạnh vì áp lực khấu hao rất lớn (từ nhà máy urea khá hiện đại với vốn đầu tư ban đầu cao), cao gấp 2 lần lợi nhuận sau thuế dự phóng. Cho năm 2018, chúng tôi dự phóng Biên lợi nhuận gộp đạt 25,3%, Biên lợi nhuận sau thuế là 11,4% tương ứng với lợi nhuận sau thuế là 707 tỷ, +10% yoy.

Vị thế cao trong ngành sẽ được duy trì tạo ra lợi thế cạnh tranh lớn.

BIỂU ĐỒ 8: Quy mô doanh thu của các doanh nghiệp phân bón lớn nhất Việt Nam



Nguồn: BCTC, FPTC Research

DCM có doanh thu lớn thứ 3 và có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhất trong ngành trong 6 năm qua với CAGR đạt 5,9%/năm trong giai đoạn 2012-2017. Vị thế của DCM được chúng tôi dự báo

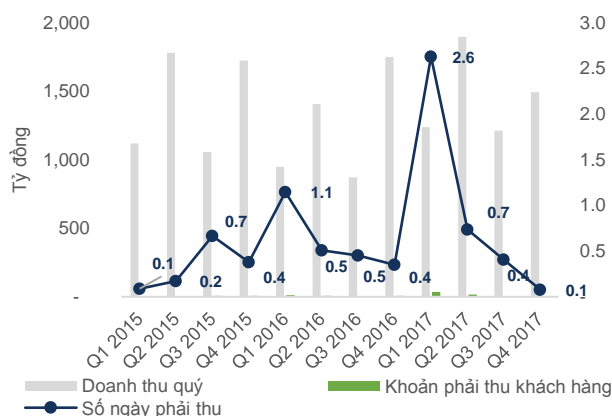
sẽ càng tăng lên trong thời gian tới khi nhà máy NPK đi vào hoạt động ổn định và đạt tổng sản lượng trên 1,1 triệu tấn phân bón các loại mỗi năm, tương ứng với 9,5% thị phần toàn ngành phân bón Việt Nam và đứng thứ 2 trong ngành sau DPM với 10,8% (năm 2017 ước tính Việt Nam tiêu thụ khoảng 11,5 triệu tấn phân bón). Việc duy trì thị phần cao và hệ thống phân phối mạnh sẽ đảm bảo năng lực cạnh tranh, giúp đảm bảo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho DCM.

Duy trì vị thế với khách hàng và quản trị phải thu khá chặt chẽ nhằm hạn chế tối đa nợ xấu.

Khoản phải thu khách hàng chỉ dao động từ 0-2 ngày, mức rất thấp so với trung bình ngành vào khoảng 30-40 ngày. Trong suốt 7 năm hoạt động, DCM luôn duy trì được chính sách quản lý công nợ khá khắt khe trong khi các DN khác trong ngành không làm được. Một phần do sản phẩm của DCM đặc thù, là đơn vị duy nhất sản xuất được urea hạt đục trong nước. Thêm nữa, theo tìm hiểu, các đại lý cấp 1-cấp 2 tới trực tiếp kho của nhà máy DCM lấy hàng, thanh toán tiền nhanh chóng. Thị trường tập trung chỉ ở miền Tây Nam Bộ và Campuchia khiến việc tiêu thụ của DCM nhanh hơn. Trong khi DPM có thị trường khá dàn trải, đẩy dần hàng qua các công ty con phụ trách phân phối, rồi mới tới các đại lý lớn-nhỏ. Giá trị sản xuất urea trong 1 ngày vào khoảng 14 tỷ, trong khi số dư Khoản phải thu khách hàng (cuối năm) luôn thấp hơn 15 tỷ trong suốt 7 năm hoạt động.

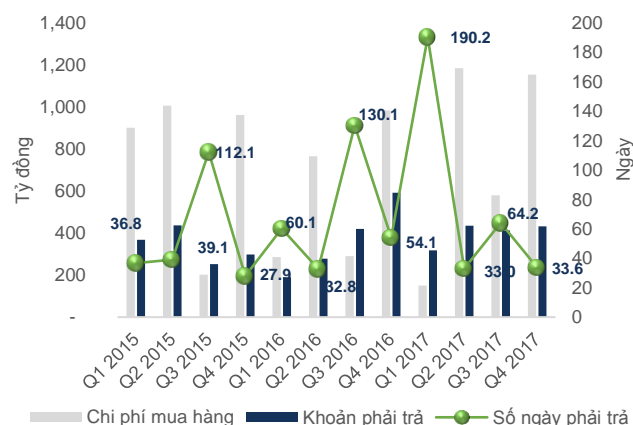
Những điều trên phần nào cho thấy chính sách công nợ của DCM cũng tương đối khắt khe nhưng đảm bảo được an toàn trong quản lý công nợ-nợ xấu. Duy trì được điều này trong 7 năm qua có thể thấy DCM có được 1 vị thế tương đối lớn đối với các khách hàng của mình.

BIỂU ĐỒ 9: Khoản phải thu theo quý 2015-2017



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

BIỂU ĐỒ 10: Khoản phải trả theo quý 2015-2017



Nguồn: BCTC, FPTIS Research

Tiếp tục hưởng ưu đãi lớn từ Nhà cung cấp (PVN). So với ngành số ngày phải trả của DCM cao hơn vượt trội, trung bình năm của DCM là 68 ngày, so với 25 ngày của doanh nghiệp đầu ngành DPM và 30 ngày của trung bình ngành.

Dự kiến, PVN sẽ thoái xuống còn 51% sở hữu tại DCM và DCM vẫn là công ty con của PVN, điều này có thể giúp DCM tiếp tục được hưởng những ưu đãi từ phía PVN. Tình hình dòng tiền CFO của DCM khá tốt, trong năm 2017, CFO của DCM đạt 2.266 tỷ đồng, trong khi khoản phải trả nhà cung cấp PVN tới cuối năm chỉ khoảng 200 tỷ đồng (chỉ khoảng 10%) nên việc PVN cho DCM nợ tiền mua nguyên liệu đầu vào lâu hơn so với các DN khác trong ngành cũng không có gì quá rủi ro cho việc quản lý công nợ của PVN.

PVN sẽ vẫn là nhà cung ứng đầu vào cho DCM, còn với DPM và các doanh nghiệp sản xuất phân bón từ khí, nhà cung ứng là GAS. Điều này giúp DCM có được những ưu đãi về Phải trả nhà cung cấp tốt hơn các doanh nghiệp khác trong ngành.

Được hưởng ưu đãi từ nhà cung cấp giúp DCM hạn chế được nhu cầu vốn lưu động và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Tuy nhiên về dài hạn chúng tôi đánh giá DCM khó giữ được phong độ trên do khi dự án nhà máy NPK đi vào hoạt động, việc thu mua nguyên liệu hoặc hàng hóa sẽ tăng mạnh vì đặc thù sản xuất phân NPK cần phải tích trữ nguyên liệu, tuy nhiên mức độ giảm sẽ không đáng kể.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Rủi ro kinh doanh:** Thị trường phân bón Việt Nam sẽ dần bão hòa do đó áp lực cạnh tranh sẽ ngày một gia tăng, đặc biệt là ở nhóm sản phẩm NPK, tạo áp lực lên việc tiêu thụ

và giá sản phẩm đầu ra. Hơn nữa thị trường của DCM khá cô đặc với trọng tâm là khu vực Tây Nam Bộ, nơi đang chịu ảnh hưởng khá mạnh bởi biến đổi khí hậu toàn cầu có thể làm suy giảm diện tích đất canh tác hoặc điều kiện thời tiết không thuận lợi ảnh hưởng đến sản xuất nông nghiệp.

- **Rủi ro nguyên liệu đầu vào:** Nguyên liệu khí (được trợ giá từ PVN) là **rủi ro lớn nhất khi đầu tư vào DCM** do hiện nay chi phí khấu hao của DCM rất lớn, **nếu PVN không tiếp tục trợ giá khí và áp dụng theo giá thị trường, DCM sẽ gánh chịu khoản lỗ tương đối lớn**. Do đó DCM sẽ còn phụ thuộc vào hỗ trợ từ PVN rất nhiều, tuy nhiên đến thời điểm hiện tại hợp đồng giá khí cho giai đoạn từ sau năm 2019 vẫn chưa được xác định rõ ràng. Ngoài ra rủi ro nguyên liệu còn đến từ nguồn cung khí có thể không đáp ứng đủ nhu cầu vận hành hết công suất của nhà máy.
- **Rủi ro tỷ giá:** Năm 2017 tỷ giá VND/USD chủ yếu đi ngang đã giúp DCM tiết kiệm được 86 tỷ (lãi/lỗ do chênh lệch tỷ giá) so với năm 2016, bằng 14% lợi nhuận sau thuế 2016. Ngoài ra 11% tổng doanh thu DCM đến từ xuất khẩu nên công ty sẽ phần nào chịu rủi ro tỷ giá ở khâu đầu ra. Chúng tôi đánh giá rủi ro này sẽ giảm dần khi nợ vay ngoại tệ đã giảm mạnh từ những động thái trả bớt nợ gốc trong những năm qua và DCM đang chủ động tái cơ cấu các khoản vay sang nội tệ. Việc FED tiếp tục tăng lãi suất đồng USD trong năm 2018 có thể gây áp lực lên tỷ giá VND/USD tuy nhiên với dự trữ ngoại hối hiện duy trì khá tốt cùng chính sách điều hành linh hoạt của NHNN và mục tiêu ổn định tỷ giá được chính phủ đặt ra, chúng tôi cho rằng tỷ giá VND/USD sẽ không quá biến động trong năm 2018.
- **Rủi ro lãi suất:** Dư nợ vay phát sinh lãi đến cuối năm 2017 là 4.736 tỷ, chiếm 38% tổng nguồn vốn nên biến động lãi suất ảnh hưởng khá nhiều đến chi phí và lợi nhuận của DCM.
- **Rủi ro hoạt động:** Tài sản cố định lớn và chi phí cố định (khấu hao) lớn sẽ tạo ra rủi ro đáng kể nếu nhà máy urea không thể hoạt động ở công suất cao.
- **Rủi ro đặc thù khác:** Xu hướng sản xuất nông nghiệp hữu cơ sẽ ảnh hưởng đáng kể đến DCM trong dài hạn. Hơn nữa, lượng tiêu thụ phân bón ở nước ta hiện đang ở mức khá cao so với thế giới và so với trước đây.

ĐÁNH GIÁ BAN LÃNH ĐẠO

Kinh nghiệm công tác: Lãnh đạo DCM hầu hết được bổ nhiệm từ các đơn vị của PVN. Họ là những người có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực phân bón-hóa chất nên có chuyên môn sâu sắc và kinh doanh nhạy bén. Trước khi đảm nhận công tác tại DCM, Chủ tịch Hội đồng Quản trị Ông Nguyễn Đức Thành và Tổng Giám đốc Ông Bùi Minh Tiến đã từng nắm giữ chức vụ Phó Tổng Giám đốc và Chủ tịch Hội đồng Quản trị tại DPM, do đó mặc dù DCM chỉ mới được thành lập nhưng lãnh đạo của DCM đã có thâm niên hoạt động trong lĩnh vực phân bón khá lâu năm.

Hoạt động đầu tư: Việc PVN nắm giữ quyền chi phối tại DCM nên các hoạt động đầu tư của DCM đều chịu sự giám sát và quyết định từ PVN. Khoản đầu tư đáng kể nhất của Ban lãnh đạo đến hiện tại là đầu tư vào nhà máy NPK Cà Mau. Mặc dù chưa đánh giá được hiệu quả thực sự của dự án nhưng những định hướng trong việc lựa chọn lĩnh vực đầu tư, công nghệ và suất đầu tư phù hợp với năng lực và đặc điểm của DCM đã cho thấy được bước đi đúng đắn của Ban lãnh đạo.

Khả năng định hướng thị trường: Xác định thị trường trọng tâm là khu vực Tây Nam Bộ và Campuchia và chiếm lĩnh thị phần ở các thị trường này là chiến lược hợp lý của DCM. So với các đối thủ trong ngành, DCM có lợi thế hơn rất nhiều, bao gồm cả về khoảng cách, am hiểu đặc tính tiêu dùng của người nông dân và đặc điểm sản xuất nông nghiệp nơi đây.

Khả năng lập kế hoạch: Doanh thu và lợi nhuận thường không sát với kế hoạch đầu năm đã gây khá nhiều khó khăn cho các cổ đông, đặc biệt là cổ đông nhỏ lẻ. Việc điều chỉnh kế hoạch cuối năm 2016 là điển hình, đến ngày 4/1/2017 DCM vẫn điều chỉnh giảm kế hoạch kinh doanh của năm 2016 với doanh thu và lợi nhuận lần lượt giảm 13% và 5% so với kế hoạch đầu năm. Nhận thấy những tác động tiêu cực trong việc điều chỉnh kế hoạch của trường hợp DPM làm giảm niềm tin của cổ đông đối với doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng DCM nên đưa ra các kế hoạch từ đầu năm sát với thực hiện hơn nhằm nâng cao niềm tin của cổ đông, yếu tố chúng tôi đánh giá sẽ rất quan trọng hơn khi sắp tới PVN sẽ thoái đến 25% vốn tại DCM.

ĐÌNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu DCM. Chúng tôi cho rằng phương pháp FCFF là phù hợp nhất vì cấu trúc vốn của DCM vẫn đang thay đổi, hơn nữa chính sách cổ tức của DCM vẫn chưa ổn định do công ty đang ở giai đoạn tăng trưởng.

1. Giả định

Tham số định giá			
Giai đoạn dự phóng chi tiết		Giai đoạn tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	5,38%	D/(D+E) mục tiêu	20,0%
Beta (U)	0,72	Ke mục tiêu	14,2%
Equity Risk Premium (ERP)	10,3%	Chi phí lãi vay dài hạn	10,0%
		Thuế suất thuế TNDN cuối dự phóng	20,0%
Số lượng cổ phiếu lưu hành	529,4	WACC mục tiêu	13,0%
Số lượng cổ phiếu bị pha loãng tối đa	529,4	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1,0%

Lãi suất phi rủi ro: Chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 20 năm.

D/E mục tiêu: Tham khảo D/E trung bình trong quá khứ của DCM chúng tôi nhận thấy tỷ lệ này đang giảm mạnh và với số dư tiền mặt rất lớn, dự phóng D/E mục tiêu sẽ giảm so với hiện tại. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ D/E mục tiêu ở mức 25%.

Tốc độ tăng trưởng dài hạn: Dự phóng đạt 1%/năm, rất thấp so với tiềm năng của doanh nghiệp khi tốc độ tăng trưởng dự báo đến năm 2020 của ngành phân bón thế giới và Việt Nam lần lượt đạt 1,9% và 3%/năm. Tuy nhiên chúng tôi ưu tiên sự thận trọng hơn trong bối cảnh kinh doanh phân bón là lĩnh vực tiềm ẩn nhiều rủi ro.

2. Kết quả định giá

ĐÌNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF	
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Giá trị hiện tại các dòng FCFF	4.661
Giá trị hiện tại Terminal value (tỷ đồng)	4.127
% Terminal Value/Tổng giá trị hiện tại	47%
Cộng Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	3.996
Giá trị doanh nghiệp (EV)	12.784
Trừ: Nợ vay ngắn/dài hạn (tỷ đồng)	4.736
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	8.048
Số lượng CP pha loãng tối đa (triệu cổ)	529,4
Giá trị mỗi cổ phiếu	15.200

3. Phân tích độ nhạy

		Tăng trưởng dài hạn (g)				
		0%	0,50%	1%	1,50%	2%
WACC	11%	15.829	16.275	16.766	17.308	17.911
	12%	15.126	15.502	15.913	16.363	16.585
	13%	14.531	14.853	15.203	15.583	15.997
	14%	14.021	14.301	14.602	14.927	15.280
	15%	13.579	13.824	14.087	14.369	14.673

Kết quả phân tích độ nhạy cho thấy giá cổ phiếu DCM ít chịu biến động bởi tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) do hiện giá của dòng tiền giai đoạn tăng trưởng bền vững chỉ chiếm 47% tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp.

4. KHUYẾN NGHỊ

Với giả định DCM sẽ tiếp tục được PVN trợ giá khí đầu vào trong giai đoạn 2019-2023, chúng tôi xác định giá trị nội tại của cổ phiếu DCM theo phương pháp FCFF là **15.200 đồng/cp** trong khi giá thị trường tại ngày 30/3/2018 là 12.250 đồng/cp, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DCM. Trong trường hợp PVN không tiếp tục trợ giá khí đầu vào cho DCM trong giai đoạn 2019-2023, sẽ khá rủi ro cho các Nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu DCM trong trung và dài hạn.

=====

(Để tìm hiểu thêm những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động kinh doanh – tài chính của DCM, vui lòng tham khảo phần báo cáo chi tiết phía dưới).

MỤC LỤC

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP	12
1. Giới thiệu doanh nghiệp	12
2. Quá trình hình thành, phát triển	12
3. Cơ cấu tổ chức	14
4. Cơ cấu cổ đông và ban lãnh đạo	14
5. Chuỗi giá trị sản xuất của DCM.....	15
6. Vị thế doanh nghiệp trong ngành phân bón Việt Nam.....	16
II. TÌNH HÌNH KINH DOANH, TÀI CHÍNH	17
1. Doanh thu	17
1.1 Doanh thu theo sản phẩm	18
1.2 Doanh thu theo thị trường	19
1.3 Khách hàng.....	25
1.4. Triển vọng tăng trưởng doanh thu.....	25
2. Lợi nhuận gộp.....	30
2.1. Tình hình chung về lợi nhuận gộp	30
2.2. Cơ cấu chi phí đầu vào.....	31
2.3. Tình hình quản trị hàng tồn kho.....	33
2.4. Tình hình quản trị khoản phải trả.....	34
2.5. Khấu hao tài sản và CAPEX.....	34
2.6. Tác động của thuế VAT	35
3. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	36
4. Lợi nhuận trước thuế.....	38
5. Lợi nhuận sau thuế	40
6. Phân tích dòng tiền	41
6.1. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh – CFO.....	42
6.2. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư – CFI.....	42
6.3. Dòng tiền từ hoạt động tài chính – CFF	43
7. Hiệu quả sử dụng Vốn chủ sở hữu	43
III.TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG	45

TỔNG QUAN

KINH DOANH-TÀI CHÍNH

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Giới thiệu doanh nghiệp



Công ty cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN). DCM được thành lập ngày 9-3-2011 với nhiệm vụ quản lý, vận hành và kinh doanh sản phẩm của nhà máy Đạm Cà Mau tọa lạc tại Khu công nghiệp Khí-Điện-Đạm, xã Khánh An, huyện U Minh, tỉnh Cà Mau.

Hiện nay DCM hoạt động trong lĩnh vực sản xuất phân urea (loại phân bón được tiêu thụ nhiều thứ 2 ở nước ta) với năng lực sản xuất 800.000 tấn/năm, tương đương với doanh nghiệp đầu ngành phân bón Việt Nam là DPM. Cuối năm 2017, DCM đã khởi công xây dựng nhà máy NPK công nghệ urea nóng chảy công suất 300.000 tấn/năm và dự kiến giữa năm 2019 sẽ hoàn thành, nâng tổng năng lực sản xuất lên 1,1 triệu tấn/năm.

Urea hạt đục¹ là sản phẩm đóng góp nhiều nhất vào doanh thu DCM với tỷ trọng 87% năm 2017, hoạt động kinh doanh thương mại các loại phân bón nhập khẩu như DAP, Kali,... chiếm 11%, tỷ trọng còn lại thuộc về mảng kinh doanh hóa chất ammonia (NH₃) và hoạt động khác.

Hiện nay thị trường nội địa là thị trường chính của DCM với 89% tỷ trọng doanh thu năm 2017, chiếm 35% thị phần phân urea cả nước, phần còn lại xuất khẩu sang thị trường Campuchia và một số nước lân cận khác.

Mô hình hoạt động của DCM khá đơn giản, Công ty mẹ sẽ đảm nhận khâu sản xuất và kinh doanh phân urea Cà Mau trong khi công ty con PBP sẽ sản xuất bao bì cung cấp cho công ty mẹ và quản lý nhà máy sản xuất phân Urea Humate công suất 30.000 tấn/năm.

2. Quá trình hình thành, phát triển

Năm 2008: Khởi công xây dựng nhà máy Đạm Cà Mau. Vốn đầu tư 900 triệu USD với công suất 800.000 tấn urea hạt đục/năm. Công nghệ sử dụng tại nhà máy là những công nghệ tiên tiến nhất thế giới như công nghệ sản xuất ammonia của hãng Haldor Topsoe (Đan Mạch), công nghệ sản xuất urea SAIPEM (Italy) và công nghệ tạo hạt đục Toyo Engineering Corp (Nhật Bản) duy nhất tại Việt Nam.

Năm 2011: Ngày 9/3/2011 thành lập Công ty TNHH-MTV Phân bón Dầu khí Cà Mau (PVCFC)

Năm 2012: Ngày 30/1/2012 Nhà máy Đạm Cà Mau chính thức vận hành và đạt sản lượng 500.000 tấn trong năm, bằng 62,5% tổng công suất.

Năm 2014: Ngày 11/12/2014, PVCFC tổ chức IPO thành công với tổng giá trị cổ phần 1.580 tỷ, cùng 129 triệu cổ phần được bán ra.

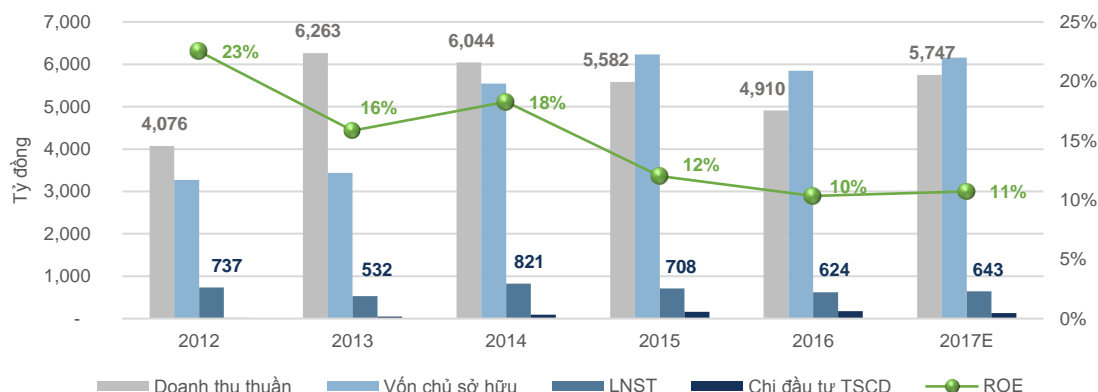
Năm 2014: Thương hiệu Đạm Cà Mau được công nhận là Thương hiệu Quốc gia.

Năm 2015: Ngày 15/01/2015 toàn bộ 529 triệu cổ phần PVCFC được niêm yết và giao dịch trên sàn chứng khoán TP.HCM (HSX) với mã chứng khoán DCM.

Năm 2017: Ngày 08/03/2017, chính thức cán mốc sản lượng 4 triệu tấn sau hơn 5 năm vận hành.

Năm 2017: Khởi công xây dựng tổ hợp nhà máy phân bón NPK công nghệ urea nóng chảy công suất 300.000 tấn/năm với tổng mức đầu tư dự kiến là 800 tỷ.

¹ Urea hạt đục có hạt lớn hơn, cứng và tan chậm hơn urea hạt trong do đó kéo dài thời gian cung cấp chất dinh dưỡng cho cây

BIỂU ĐỒ 11: Tình hình Doanh thu - Lợi nhuận - Vốn chủ sở hữu của DCM giai đoạn 2012-2017


Nguồn: BCTC, FPT Research

DCM là doanh nghiệp còn non trẻ khi chỉ bước chân vào ngành phân bón Việt Nam từ năm 2012 và từ đó đến nay công ty chủ yếu quản lý 01 nhà máy nhà máy Đạm Cà Mau nên doanh thu và lợi nhuận không tăng trưởng, ngược lại còn bị suy giảm do giá phân urea đầu ra giảm khi nguồn cung phân urea thế giới tăng mạnh và dư thừa.

Chúng ta có thể xem xét các chỉ số trên thành các giai đoạn chính:

Giai đoạn trước khi IPO năm 2014

Nhà máy Đạm Cà Mau đi vào hoạt động từ năm 2012 đã nhanh chóng nâng cao công suất, sản lượng gia tăng tạo động lực tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ cho DCM, tương ứng với mức tăng từ 4.076 tỷ năm 2012 lên 6.064 tỷ năm 2014.

Đối với lợi nhuận sau thuế (LNST), giai đoạn này LNST của DCM không bị PVN điều tiết do đó biến động khá mạnh điển hình là suy giảm 28% trong năm 2013 rồi tăng mạnh 54% trong năm 2014 với nguyên nhân chủ yếu ảnh hưởng từ giá khí đầu vào. Mặc dù giai đoạn này DCM vẫn được PVN trợ cấp giá khí nhưng giá khí được xác định từ đầu năm, khác với giai đoạn 2015-2018 giá khí được tính toán, cân đối ở cuối năm để ổn định LNST.

Theo đề án đầu tư nhà máy Đạm Cà Mau, nguồn vốn sẽ được tài trợ bằng 70% nợ và 30% vốn cổ phần, do đó khi DCM IPO năm 2014 PVN đã góp thêm 920 tỷ để đảm bảo tỷ lệ nợ và Vốn góp của chủ sở hữu đã được phê duyệt. Ngoài ra năm này DCM đã tiến hành đánh giá lại tài sản, ghi nhận tài sản tăng thêm 1.171 tỷ, phần chênh lệch này được ghi nhận vào vốn góp của Vốn chủ sở hữu. Vốn chủ sở hữu đã tăng mạnh từ 3.272 tỷ năm 2012 lên 5.546 tỷ năm 2014. Chính sự thay đổi mạnh trong Vốn chủ sở hữu và LNST ở trên đã ảnh hưởng mạnh và làm sụt giảm ROE.

Giai đoạn 2015-2017

Theo cam kết hợp đồng giá khí của PVN đối với DCM, giai đoạn 2015-2018 PVN sẽ cung cấp giá khí đầu vào cho DCM để đảm bảo tỷ số sinh lời ROE của mảng sản xuất phân urea và gốc urea cả năm đạt 12% do đó LNST chỉ biến động xung quanh ngưỡng 620-650 tỷ và Vốn chủ sở hữu cùng chỉ số ROE cũng không biến động nhiều.

Đối với doanh thu, giá urea đầu ra suy giảm vẫn là yếu tố chính tác động, trong 2 năm 2015 và 2016 giá phân urea Cà Mau đã giảm lần lượt 3% và 19% so với năm liền kề trước đó, điều này đã kéo doanh thu thuần suy giảm mạnh từ 6.044 tỷ năm 2014 xuống còn 4.910 tỷ vào năm 2016. Cho năm 2017, công ty vẫn được áp dụng chính sách hỗ trợ đảm bảo ROE đạt 12%.

Nhận định giai đoạn 2018-2022:

Trong năm 2018 chúng tôi đánh giá DCM sẽ có những chuyển biến đáng kể trong doanh thu khi DCM đã ký hợp đồng phân phối 100.000 tấn kali Isreal (dựa trên diễn biến giá phân kali hiện nay, doanh thu cho việc phân phối hết 100.000 tấn kali có thể đạt 700 tỷ, bằng 12% tổng doanh thu năm 2017). Tuy nhiên các yếu tố về tỷ suất lợi nhuận và ROE sẽ không có nhiều đột biến do DCM vẫn trong giai đoạn được PVN trợ cấp giá khí để đảm bảo ROE đạt 12%.

Tuy nhiên từ năm 2019 DCM sẽ bước sang một trang mới đầy thử thách, khi hợp đồng giá khí hiện tại sẽ hết hạn và với tình hình chi phí khấu hao của nhà máy urea còn quá cao như hiện nay, DCM vẫn rất cần đến sự trợ cấp từ PVN. Theo tính toán của chúng tôi, nếu DCM phải mua nguyên liệu

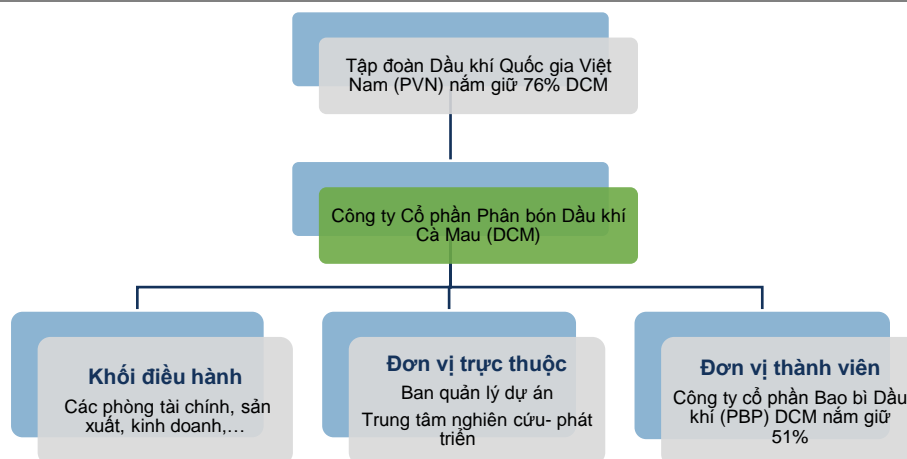
khí theo giá thị trường như DPM mảng sản xuất urea của DCM sẽ lỗ nặng và lộ trình thoái vốn của PVN tại DCM sẽ khó thành công. Do đó chúng tôi dự phóng giai đoạn 2019-2022, DCM vẫn được trợ cấp giá khí là đảm bảo ROE của mảng sản xuất urea đạt 12%. Tuy nhiên, khi nhà máy NPK công nghệ urea hóa lỏng đi vào vận hành sẽ là cơ hội để DCM bứt phá dựa những lợi thế về nhà máy hiện đại, sản phẩm chất lượng cao và gần vùng tiêu thụ khu vực Tây Nam Bộ và Campuchia.

Dựa trên những phân tích trên và tiềm năng của doanh nghiệp, chúng tôi đánh giá **DCM đang trong giai đoạn tăng trưởng của vòng đời doanh nghiệp**.

3. Cơ cấu tổ chức

Cơ cấu tổ chức của DCM khá đơn giản khi DCM chỉ có 1 công ty con là CTCP Bao bì Dầu khí Việt Nam (HNX: PBP) tọa lạc tại tỉnh Bạc Liêu, chuyên sản xuất bao bì cung cấp cho DCM và quản lý nhà máy Phân bón Dầu khí Bạc Liêu chuyên sản xuất urea Humate. Trong khi đó, công ty mẹ của DCM là PVN.

BIỂU ĐỒ 12: Cơ cấu tổ chức khá đơn giản của DCM

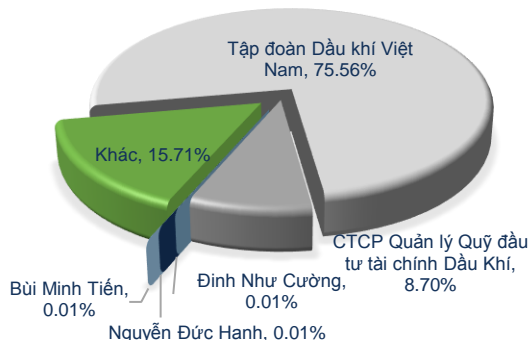


Nguồn: DCM, FPTs Research

4. Cơ cấu cổ đông và ban lãnh đạo

Từ khi IPO năm 2014 đến nay, cơ cấu cổ đông của DCM không có nhiều biến động khi PVN vẫn là cổ đông lớn nhất với việc nắm giữ 76% vốn cổ phần DCM.

BIỂU ĐỒ 14: Cơ cấu cổ đông ngày 1/1/2018



Nguồn: DCM, FPTs Research

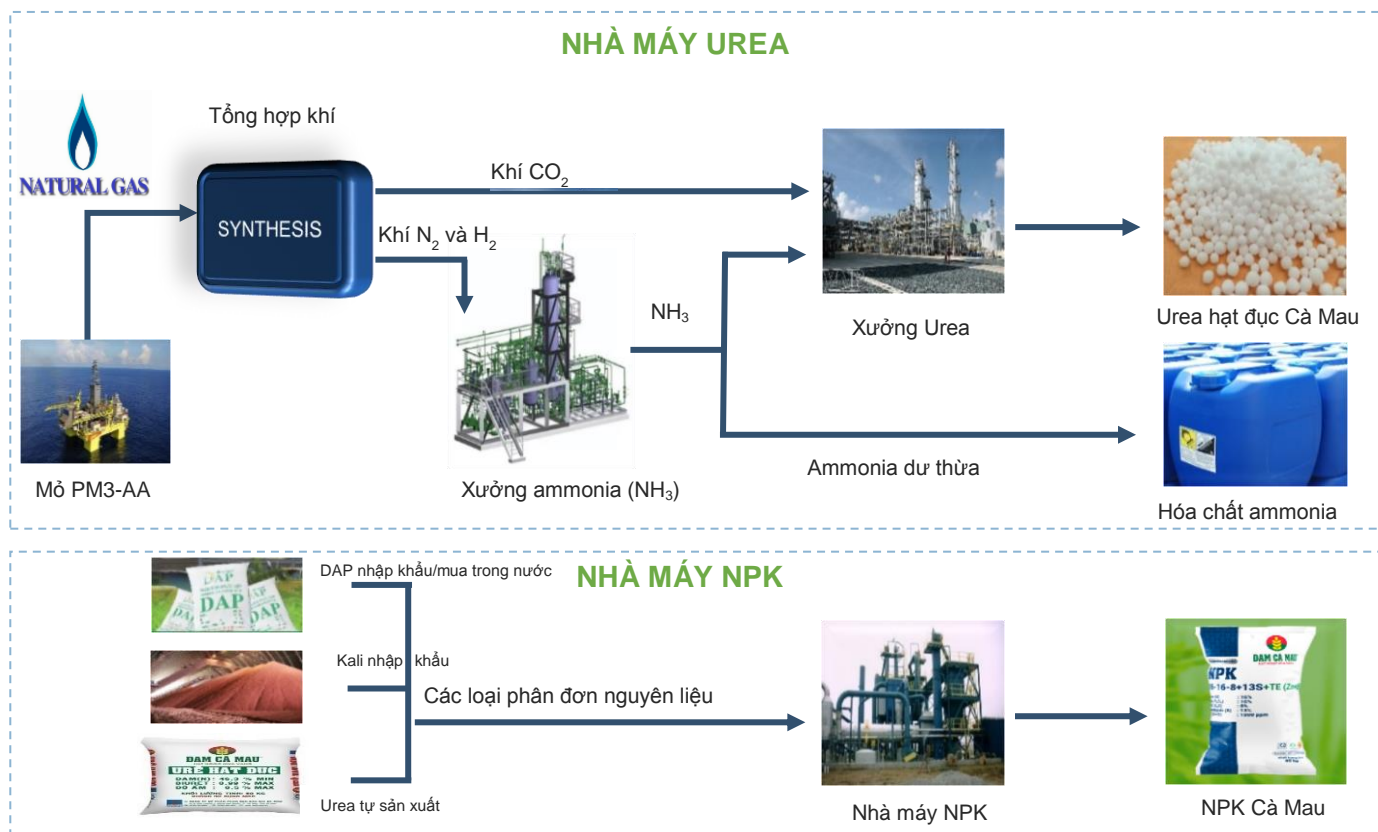
Tính đến ngày 1/1/2018, DCM có 2 cổ đông lớn là PVN và Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư tài chính Dầu khí với tỷ trọng lần lượt là 76% và 8,7% vốn cổ phần. Các cổ đông còn lại chiếm tỷ trọng không đáng kể.

Việc PVN nắm giữ phần lớn quyền sở hữu tại DCM đã hỗ trợ công ty rất nhiều trong việc đảm bảo ổn định sản xuất cả về nguyên liệu đầu vào và sản phẩm đầu ra. Năm 2012, khi DCM vừa chấp chứng bước vào thị trường phân bón, PVN đã chỉ đạo DPM hỗ trợ phân phối sản phẩm của DCM và sau đó DPM dần nhường lại thị trường khu vực Tây Nam Bộ cho DCM. Hoặc việc bảo dưỡng

nhà máy định kỳ của DCM đều nhận được sự trợ giúp từ các công ty thành viên trong PVN như DPM, PTSC...những doanh nghiệp có nhiều kinh nghiệm trong kỹ thuật hóa chất. Tuy nhiên với quyền lực vẫn tập trung ở PVN đã phần nào hạn chế tính linh hoạt trong quyết định của Ban Lãnh đạo, các dự án hay kế hoạch lớn đều phải chờ đợi phê duyệt của PVN.

Trong năm 2018, PVN sẽ tiến hành thoái 25% vốn cổ phần DCM, tương ứng với giảm tỷ trọng nắm giữ 76% hiện tại xuống còn 51%. Hiện nay thông tin cụ thể về đối tác chuyển nhượng phần vốn vẫn chưa được PVN và DCM công bố, PVN ưu tiên thoái vốn cho các cổ đông chiến lược.

5. Chuỗi giá trị sản xuất của DCM



Nguồn: FPT Research

Hiện DCM đang sở hữu 1 nhà máy sản xuất phân urea công suất 800.000 tấn/năm và xây dựng thêm 1 nhà máy sản xuất phân NPK công suất 300.000 tấn/năm đặt cạnh nhà máy phân urea.

Đối với nhà máy urea, nguyên liệu khí được GAS thu gom từ mỏ PM3 sau đó vận chuyển đến nhà máy Urea Cà Mau để bán cho DCM, giá mua khí là giá tính tại nơi tiếp nhận nhà máy sản xuất urea. Nguyên liệu khí này tiếp tục được dẫn bằng đường ống đến trạm xử lý để khử tạp chất, sau đó được đưa trực tiếp đến xưởng tổng hợp để tổng hợp cùng với hơi nước và khí trời để tạo thành 3 loại khí chính là N_2 , H_2 và CO_2 . Khí N_2 và H_2 sẽ được dẫn vào xưởng ammonia để tổng hợp ammonia (NH_3), dung dịch này sau đó được dẫn đến xưởng urea để phản ứng với CO_2 và tạo thành dịch urea ($(NH_2)_2CO$). Tại tháp tạo hạt, nhà máy đạm Cà Mau sử dụng công nghệ vo viên duy nhất tại Việt Nam để sản xuất ra urea hạt đục, trong khi 3 nhà máy urea Phú Mỹ, Ninh Bình và Hà Bắc đều sử dụng công nghệ phun từ trên cao xuống nên tạo thành urea hạt trong.

Ngoài ra, dung dịch NH_3 dư thừa tại xưởng ammonia sẽ được DCM bán cho các nhà máy hóa chất, nhà máy nhiệt điện hoặc nhà máy sản xuất phân DAP/MAP.

Đối với nhà máy NPK, sử dụng công nghệ urea hóa lỏng. Các loại nguyên liệu như lân, kali và phụ gia được trộn theo tỷ lệ xác định sau đó nghiền nhỏ và được đưa đến thùng tạo hạt. Urea là nguyên liệu quan trọng nhất sẽ được đun nóng tạo thành dung dịch sau đó phun lên bột hỗn hợp kali-lân-phụ gia làm vỏ bọc bao phủ. Hạt phân NPK sau đó được làm khô và sàng lọc rồi đóng bao.

So với các công nghệ sản xuất phân NPK ở Việt Nam, công nghệ urea hóa lỏng được đánh giá mức độ hiện đại khá cao (chỉ sau công nghệ hóa học). Công nghệ này sản xuất được phân NPK

có hàm lượng đạm cao (trên 20%), khắc phục được nhược điểm của công nghệ truyền thống, sản phẩm đầu ra có chất lượng ổn định, hàm lượng chất dinh dưỡng cao.

6. Vị thế doanh nghiệp trong ngành phân bón Việt Nam

BẢNG 1: Doanh thu, lợi nhuận và năng lực sản xuất của các doanh nghiệp phân bón

Sàn	Mã CP	Vốn hóa 28/3/2018	VCSH 2017	Tổng TS 2017	Doanh thu 2017	LNST 2017	Công suất NM Urea (tấn)	Công suất NM NPK (tấn)	Sản phẩm chính
HOSE	DCM	6.538	5.850	12.967	4.917	624	800.000	300.000 (đang xây dựng)	Urea hạt đục, urea humate
HOSE	DPM	8.609	8.043	10.264	8.101	708	800.000	250.000	Urea hạt trong, NPK và các loại hóa chất
HOSE	BFC	2.012	1.222	3.842	6.428	350		1.175.000	Phân hỗn hợp NPK, giống cây trồng và vật tư nông nghiệp khác
HNX	LAS	1.536	1.316	2.809	4.100	152		850.000	Phân hỗn hợp NPK, phân supe lân, phân lân nung chảy,...
HOSE	SFG	613	589	1.238	2.392	92		300.000	Phân hỗn hợp NPK, phân supe lân, phân bón lá Yogen, bao bì nông nghiệp
HOSE	QBS	432	809	2.030	3.495	22,5		100.000	Xuất nhập khẩu các loại phân bón và hóa chất

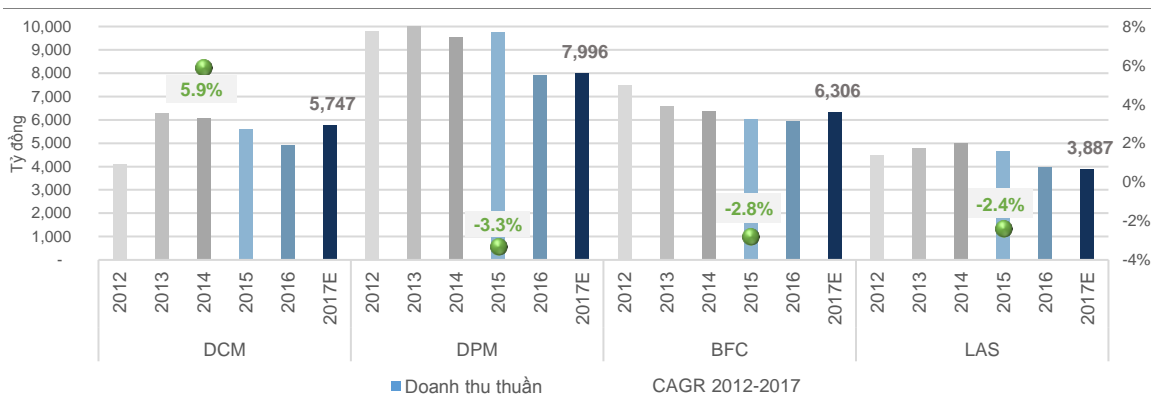
Nguồn: FPTs Research

Xét về Vốn hóa thị trường, Vốn chủ sở hữu và lợi nhuận sau thuế, DCM là doanh nghiệp có quy mô lớn thứ 2 ở Việt Nam khi chỉ đứng sau doanh nghiệp đầu ngành và cũng là “anh em” trong cùng Tập đoàn là DPM. Tuy nhiên khi xét về quy mô tài sản thì DCM tỏ ra vượt trội với ngành khi tổng tài sản đến cuối năm 2017 đạt 12.967 tỷ do nhà máy urea của DCM mới được xây dựng nên giá trị tài sản cố định lớn.

Xét về năng lực sản xuất, năm 2017 DCM là doanh nghiệp có sản lượng phân bón lớn thứ 2 ở Việt Nam với 847 ngàn tấn sản phẩm trong khi doanh nghiệp dẫn đầu là LAS với 1,1 triệu tấn. Tuy nhiên do DCM phân phối các loại phân bón nhập khẩu khác còn hạn chế nên thị phần tính theo lượng tiêu thụ của DCM chỉ xếp thứ 3 với 6,8% thị phần, trong khi LAS chiếm 10% và DPM đứng đầu ngành với 10,8% thị phần cả nước.

Đến năm 2019, chúng tôi dự phóng vị thế của DCM trong ngành phân bón Việt Nam sẽ ngày càng tăng cao khi nhà máy NPK hoàn thành, kết hợp với nhà máy urea Humate của công ty con sẽ nâng công suất của DCM lên 1,13 triệu tấn/năm. Mặc dù công suất vẫn thấp hơn LAS nhưng so về mức độ hiện đại nhà máy DCM tỏ ra vượt trội hoàn toàn.

BIỂU ĐỒ 15: Quy mô doanh thu của các doanh nghiệp phân bón lớn nhất Việt Nam

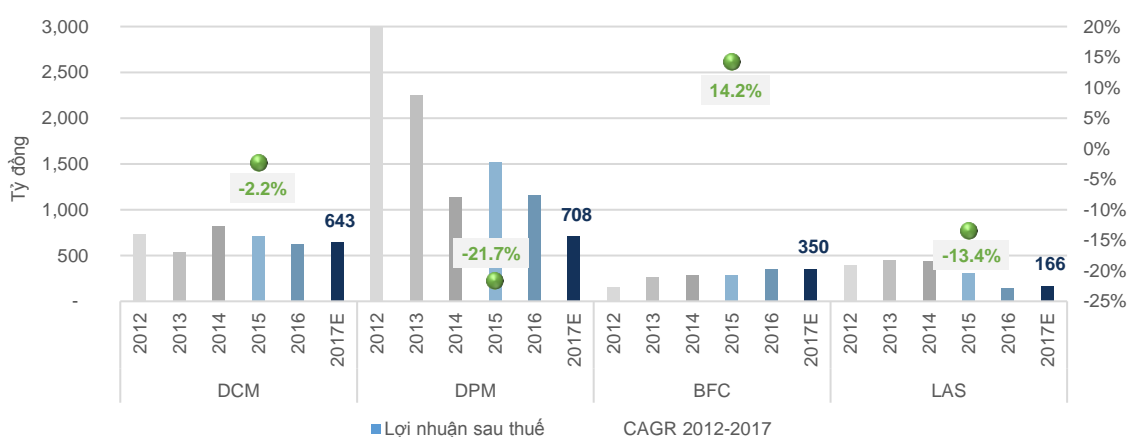


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Doanh thu của các doanh nghiệp lớn ngành phân bón Việt Nam đều có xu hướng giảm trong giai đoạn 2012-2016 với nguyên nhân chủ yếu do giá phân bón đầu ra giảm. Mức độ suy giảm biến động theo từng doanh nghiệp, trong đó các doanh nghiệp sản xuất phân đơn như DPM² giảm mạnh hơn do giá phân đơn giảm mạnh hơn giá phân NPK. Tuy nhiên đến năm 2017 hầu hết các doanh nghiệp đều ghi nhận những dấu hiệu tích cực khi giá phân bón bắt đầu hồi phục và doanh thu của hầu hết các doanh nghiệp đã tăng trở lại.

Giai đoạn 2012-2017, DCM ghi nhận tốc độ tăng trưởng doanh thu kép hàng năm (CAGR) là 5,9%/năm, cao nhất trong nhóm các doanh nghiệp đầu ngành. Năm 2017, với tình hình thời tiết thuận lợi cho canh tác nông nghiệp nên lượng phân bón kinh doanh DCM tăng 10% kết hợp với giá phân urea Cà Mau hồi phục 9% nên doanh thu thuần DCM đã tăng lên 5.747 tỷ, +20% yoy và đứng thứ 3 toàn ngành sau DPM và BFC.

BIỂU ĐỒ 16: Quy mô lợi nhuận của các doanh nghiệp phân bón lớn nhất Việt Nam



Nguồn: BCTC, FPT Research

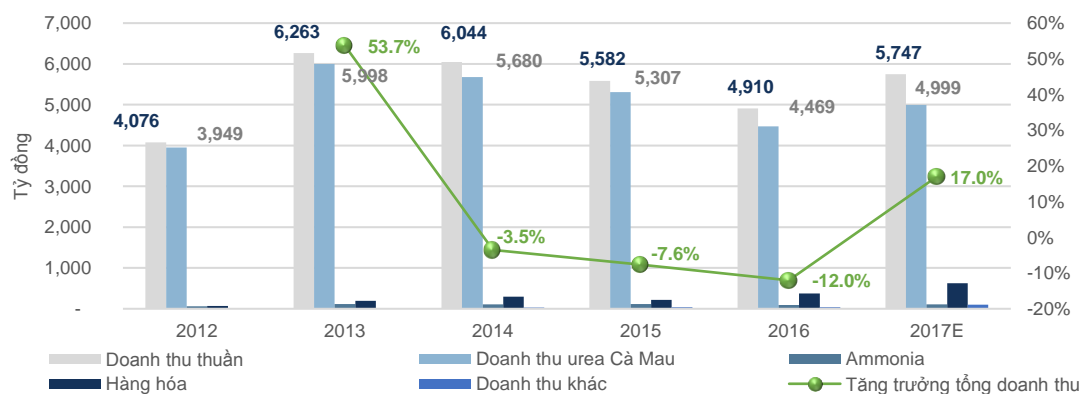
Giai đoạn 2012-2017 LNST của DCM không có nhiều biến động do công ty vẫn được PVN trợ cấp và điều tiết giá nguyên liệu đầu vào, trong khi các doanh nghiệp khác như DPM hay LAS LNST đã giảm với CAGR 2012-2017 lần lượt là -21,7% và -13,4%.

Năm 2017, mặc dù doanh thu tăng mạnh nhưng giá nguyên liệu đầu vào được PVN điều chỉnh nên LNST của DCM chỉ đạt 643 tỷ, tăng nhẹ 4,1% so với năm 2016 và cao thứ 2 toàn ngành sau DPM.

II. TÌNH HÌNH KINH DOANH, TÀI CHÍNH

1. Doanh thu

BIỂU ĐỒ 17: Quy mô doanh thu và tăng trưởng doanh thu 2012-2017



Nguồn: BCTC, FPT Research

² Doanh thu DPM năm 2012 đã loại trừ phần đột biến 3.535 tỷ do phân phối Urea Cà Mau cho DCM.

Doanh thu thuần DCM biến động khá mạnh bởi ảnh hưởng từ sản lượng và giá phân urea Cà Mau. Năm 2013 sản lượng urea tăng mạnh 60% do tăng công suất nhà máy đã kéo doanh thu tăng 53,7% so với năm 2012. Giai đoạn 2014-2016 sản lượng urea Cà Mau dao động trong khoảng 90-101% công suất nhà máy trong khi giá phân urea liên tục giảm đã làm cho doanh thu tăng trưởng âm liên tiếp trong 3 năm, đáng chú ý nhất là năm 2016 giá urea giảm 18%yoy nên doanh thu thuần cũng giảm 12% so với năm 2015.

Năm 2017, doanh thu thuần đạt 5.884 tỷ, +20% yoy với động lực chính đến từ lượng tiêu thụ và giá urea Cà Mau tăng lần lượt 10% và 9% so với năm 2016 (sản lượng năm 2017 đạt 106% công suất nhà máy). Ngoài ra do nhu cầu tiêu thụ phân bón tăng tốt trong năm qua cũng thúc đẩy tăng doanh thu phân phối hàng hóa và góp phần vào tăng trưởng doanh thu thuần.

1.1 Doanh thu theo sản phẩm

Bộ sản phẩm urea và gốc urea



Bộ sản phẩm phân phức hợp DAP và Kali

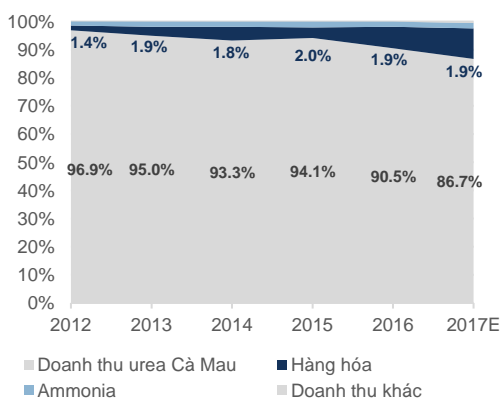


Các loại phân khoáng hữu cơ



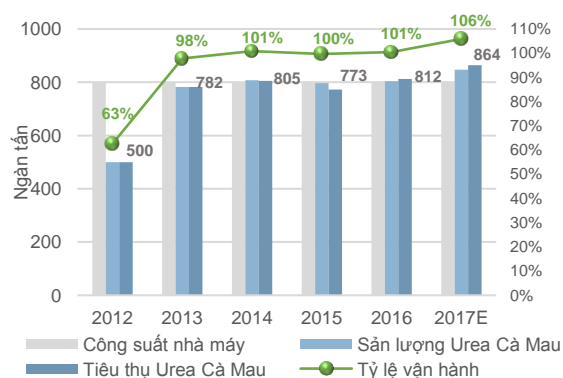
Hiện nay DCM có 3 dòng sản phẩm chính là phân đạm urea, phân phức hợp và các loại phân khoáng hữu cơ, trong đó phân urea hạt đục là sản phẩm chủ lực. Ngoài ra, DCM đang xây dựng nhà máy sản xuất phân NPK công suất 300 ngàn tấn/năm dự kiến quý 2 năm 2019 sẽ hoàn thành và tạo ra khoảng 2.800 tỷ doanh thu khi đạt 100% công suất.

BIỂU ĐỒ 18: Tỷ trọng doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: BCTC, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 19: Sản lượng và lượng tiêu thụ urea Cà Mau



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Màng phân Urea Cà Mau: Tỷ trọng doanh thu Urea Cà Mau mặc dù có giảm nhẹ nhưng trọng yếu trong cơ cấu doanh thu DCM, với 88,4% năm 2017, giảm từ mức 96,4% năm 2012.

Urea Cà Mau là sản phẩm urea hạt đục duy nhất ở Việt Nam với ưu điểm tan chậm so với urea hạt trong nên cây trồng có thời gian hấp thu chất dinh dưỡng lâu hơn, kéo dài thời gian nuôi dưỡng cây. Urea hạt đục cứng hơn nên ít bị dập nát do đó ngoài việc được dùng để bón trực tiếp cho cây còn được dùng làm nguyên liệu để sản xuất phân trộn NPK. Tỷ lệ hấp thu chất dinh dưỡng Ni-tơ trong urea của cây trồng ở Việt Nam chỉ khoảng 40-50%, phần urea còn lại bị hòa tan vào nước gây ô nhiễm môi trường. Vì vậy xu hướng sản xuất nông nghiệp hiện nay đang dần chuyển sang sử dụng phân urea hạt đục tan chậm, nâng cao tỷ lệ hấp thu chất dinh dưỡng cho cây và tiết kiệm chi phí.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng xu hướng tích tụ đất nông nghiệp sẽ thúc đẩy cạnh tranh nông nghiệp quy mô lớn, sản xuất đồng bộ và tăng cường sử dụng cơ giới hóa như các nước phát triển. Do đó những loại phân bón hạt cứng sẽ được dùng nhiều hơn để bón thông qua công cụ máy móc.

Đối với hóa chất ammonia: Đây là sản phẩm của xưởng ammonia (“trái tim” của nhà máy urea, nơi tạo ra dung dịch ammonia và khí CO₂ để tổng hợp thành urea), do xưởng này có thể hoạt động với công suất độc lập với xưởng urea nên DCM có thể tăng công suất xưởng ammonia để tạo ra dung dịch ammonia cung cấp ra ngoài thị trường dưới dạng hóa chất. Hàng năm, DCM cung cấp ra thị trường khoảng 15.000 tấn ammonia với doanh thu hơn 100 tỷ, chiếm tỷ trọng không đáng kể trong cơ cấu doanh thu.

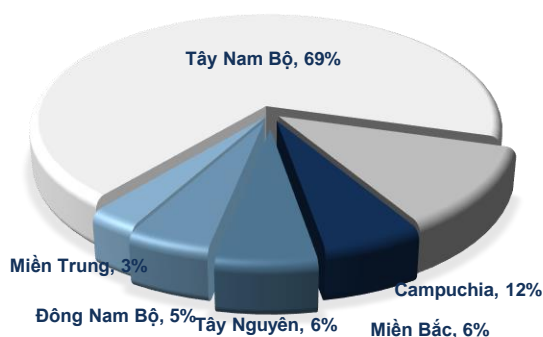
Đối với màng phân phối hàng hóa: Doanh thu mảng này đến từ việc phân phối các loại phân bón khác như DAP, Kali,... Mặc dù tỷ trọng mảng này trong cơ cấu doanh thu còn khiêm tốn nhưng đang tăng đều qua các năm, từ mức 1,2% năm 2012 lên 10,8% năm 2017.

Trong thời gian tới, chúng tôi dự phóng mảng này sẽ đóng góp nhiều hơn vào doanh thu DCM khi cuối năm 2017 DCM đã ký kết với tập đoàn ICL của Isreal về việc phân phối 100.000 tấn kali mỗi năm. Ngoài ra để chạy đà cho việc tung ra sản phẩm NPK của nhà máy NPK, DCM chắc chắn sẽ tăng cường phân phối sản phẩm này thông qua việc thuê ngoài gia công hoặc nhập khẩu và phân phối bằng thương hiệu của DCM.

Chúng tôi đánh giá bước đi trên là cần thiết và hợp lý với: *Thứ nhất*, tăng độ phủ thị trường làm tăng khả năng nhận diện thương hiệu. *Thứ hai*, nhu cầu phân bón của các loại cây trồng rất khác nhau, do đó cần thiết phải tạo ra những sản phẩm được nghiên cứu để đáp ứng nhu cầu của các loại cây khác nhau. *Và cuối cùng*, tạo đà để các sản phẩm do công ty sản xuất có biên lợi nhuận cao hơn nhanh chóng được thị trường chấp nhận.

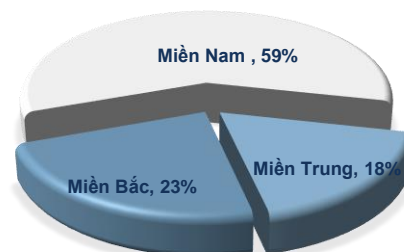
1.2 Doanh thu theo thị trường

BIỂU ĐỒ 20: Cơ cấu doanh thu theo thị trường trong 9T/2017



Nguồn: DCM, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 21: Tiêu thụ phân theo khu vực ở nước ta năm 2016



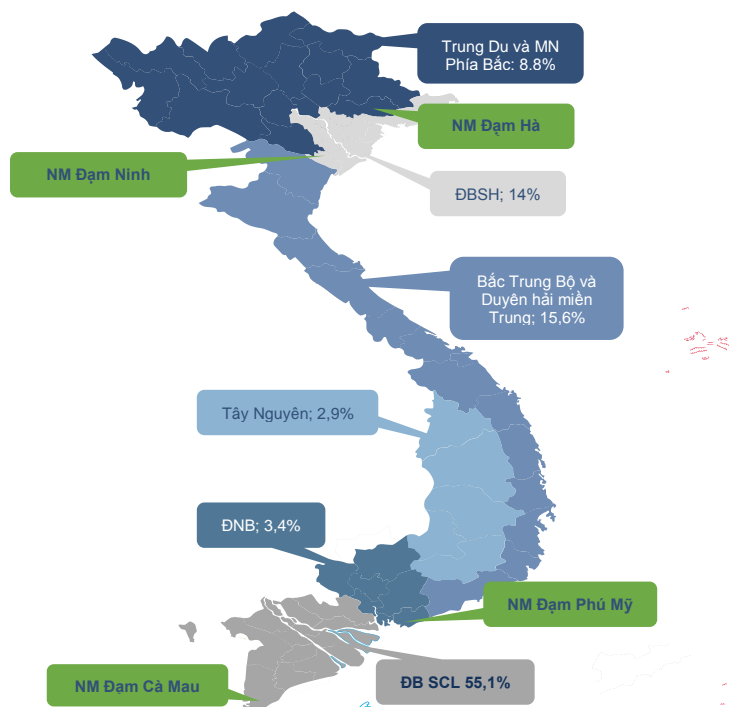
Nguồn: FPTs ước tính

Tây Nam Bộ là thị trường chính của DCM với 69% doanh thu trong 9T/2017. Campuchia với tỷ trọng 12% xếp ở vị trí thứ 2 và hứa hẹn sẽ ngày càng tăng cao do nhu cầu tiêu thụ phân urea hạt đục ở thị trường đang gia tăng nhờ vào các chính sách khuyến khích phát triển nông nghiệp của chính phủ. Campuchia chủ yếu sản xuất lúa mùa có thời gian cạnh tranh khoảng 6 tháng (Việt Nam

chủ yếu lúa ngắn ngày 3 tháng) nên thích hợp sử dụng phân urea hạt đục do chậm tan và giúp cây xanh lâu hơn.

Trong thời gian tới, DCM vẫn tập trung chiếm lĩnh ổn định thị phần ở các tỉnh Tây Nam Bộ và Campuchia bên cạnh kế hoạch phát triển thị trường miền Bắc và miền Trung. DCM sở hữu lợi thế cạnh tranh mà 3 doanh nghiệp sản xuất phân urea còn lại ở Việt Nam không có được là vị trí địa lý gần vùng tiêu thụ. Ở Việt Nam khu vực Nam Bộ là nơi tiêu thụ nhiều phân bón nhất cả nước với tỷ trọng khoảng 59% do khu vực này có diện tích trồng cây lúa lớn nhất cả nước (ĐBSCL chiếm 55% diện tích trồng lúa cả nước, tập trung ở các tỉnh Kiên Giang, An Giang, Đồng Tháp, ...), loại cây tiêu thụ 60% tổng lượng phân bón ở Việt Nam.

BIỂU ĐỒ 22: Phân bố diện tích trồng lúa năm 2016 ở Việt Nam và vị trí các nhà máy urea



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs Research

Thị phần DCM ở các thị trường chính vẫn đang tăng qua các năm. Theo đó đáng chú ý nhất vẫn là thị trường Tây Nam Bộ và Campuchia. Từ năm 2013 đến 2016, thị phần khu vực Tây Nam Bộ của DCM đã tăng từ 45% lên 58%, tương tự cho thị trường Campuchia từ 30% lên 38%.

BẢNG 2: Thị phần urea Cà Mau ở các thị trường chính của DCM

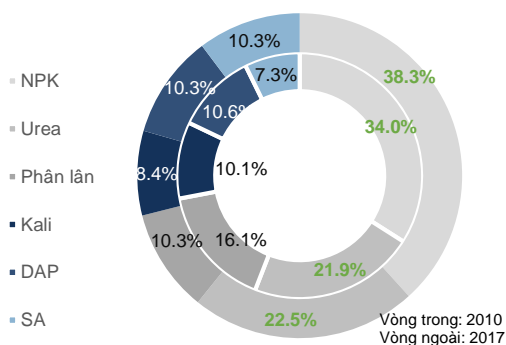
	2013	2014	2015	2016
Tây Nam Bộ	45%	55%	58%	58%
Đông Nam Bộ	19%	25%	22%	24%
Campuchia	30%	35%	36%	38%
Khác	4%	5%	9%	12%

Nguồn: DCM

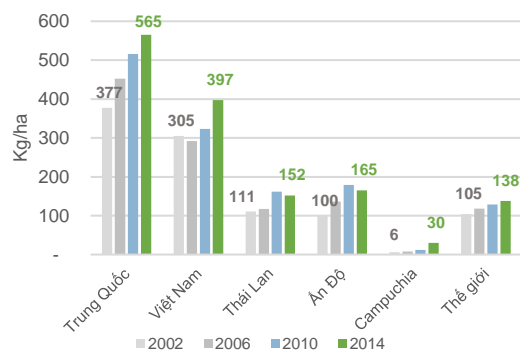
1.2.1 Thị trường nội địa

Nhu cầu tiêu thụ phân bón ở nước ta năm 2017 ước đạt 11,5 triệu tấn, +2,67% yoy. Trong đó phân urea và NPK, 2 loại phân bón DCM đang và sẽ sản xuất, được sử dụng nhiều nhất với khối lượng lần lượt là 2,41 triệu và 4,1 triệu tấn, thay đổi lần lượt -3% và +3,8% yoy.

Theo thời gian, xu hướng sử dụng phân bón vô cơ ở Việt Nam có sự chuyển dịch theo xu hướng tăng sử dụng phân NPK với tỷ trọng tăng lên từ 34% năm 2010 lên 38,5% năm 2017. Phân urea với vai trò chủ lực trong việc cung cấp chất dinh dưỡng quan trọng Ni-tơ cho cây trồng cũng tăng theo sự phát triển của ngành nông nghiệp trồng trọt, do đó tỷ trọng trong cơ cấu tiêu thụ đã tăng từ 21,9% năm 2010 lên 23% năm 2017.

BIỂU ĐỒ 23: Tỷ lệ tiêu thụ các loại phân ở Việt Nam


Nguồn: Bộ NN&PTNT, Agromonitor, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 24: Tiêu thụ phân bón mỗi hecta ở Việt Nam


Nguồn: FPTs Research

Lượng tiêu thụ Phân bón trên mỗi hecta đất canh tác ở Việt Nam khá cao, năm 2014 là 397 kg/hecta trong khi Thái Lan, Ấn Độ và Campuchia chỉ lần lượt là 152, 165 và 30 kg/ha. Năm 2017, chúng tôi ước lượng lượng tiêu thụ phân bón ở Việt Nam đạt 419kg/hecta trong khi năm 2016 là 407kg/hecta. Trong thời gian tới, chúng tôi nhận thấy khả năng tăng trưởng tiêu thụ nhìn chung sẽ không cao do tác động từ xu hướng sản xuất nông nghiệp hữu cơ, hạn chế phân bón vô cơ và giảm thiểu ô nhiễm môi trường.

DCM là doanh nghiệp có thị phần mảng phân urea lớn nhất nhì Việt Nam: Nguồn cung urea ở Việt Nam đến từ 4 doanh nghiệp (nhà máy) là Đạm Phú Mỹ và Đạm Cà Mau ở phía Nam cùng với hai nhà máy Đạm Ninh Bình và Hà Bắc ở Phía Bắc, bên cạnh nhập khẩu. Trong đó DCM và DPM là 2 doanh nghiệp có thị phần lớn nhất, mỗi doanh nghiệp chiếm khoảng 32-35% thị phần cả nước tính theo lượng tiêu thụ. Trước năm 2017, DPM luôn duy trì thị phần số 1 trong nước, tuy nhiên do năm 2017 công ty bảo trì dài ngày và ngay lúc cao điểm nên lượng tiêu thụ sụt giảm và DCM đã vươn lên trở thành doanh nghiệp có thị phần lớn nhất Việt Nam, chiếm 35%.

BẢNG 3: So sánh quy mô và đặc điểm các doanh nghiệp phân Urea ở Việt Nam

Tiêu chí	DCM	DPM	Hà Bắc	Ninh Bình
Công suất nhà máy (tấn/năm)	800.000	800.000	560.000	600.000
Công suất vận hành 2 năm gần nhất	103%	103%	35%	35%
Công nghệ sản xuất	Haldo Topsoe, SAIPEM, Toyo Enegering. Có xuất xứ Châu Âu, Nhật Bản đã mua bản quyền của các nhà sáng chế.	Haldo Topsoe, Snapgogestty có nguồn gốc Châu Âu, đã mua bản quyền	Kém hơn DCM, DPM	Kém hơn DCM, DPM
Sản phẩm đầu ra	Urea hạt đục	Urea hạt trong	Urea hạt trong	Urea hạt trong
Đầu vào	Khí	Khí	Than	Than
Lợi thế cạnh tranh	Sản phẩm chất lượng và phù hợp xu hướng, gần vùng tiêu thụ lớn, uy tín thương hiệu	Hệ thống phân phối, chất lượng sản phẩm, uy tín thương hiệu	Gần vùng tiêu thụ phía Bắc	Gần vùng tiêu thụ phía Bắc
Thị trường chính	ĐBSCL, Campuchia	Khắp cả nước, chủ yếu ĐBSCL và Đông Nam Bộ	Miền Bắc	Miền Bắc
Sản lượng 2016	804	818	385	
Sản lượng 2017	847	825	405	
Thị phần 2017	35%	33,6%	16,7%	

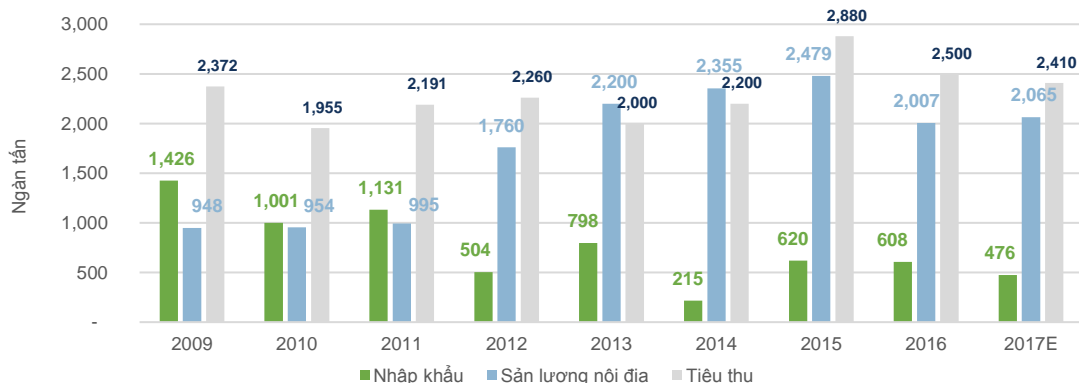
Nguồn: FPTs Research

So với các nhà máy urea ở Việt Nam, nhà máy của DCM có công nghệ hiện đại nhất, cho ra sản phẩm urea hạt đục duy nhất.

Nguồn cung phân urea nội địa chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ: Theo công suất thiết kế, đến năm 2018 tổng công suất nhà máy urea ở Việt Nam là 2.650 ngàn tấn/năm, tuy nhiên chỉ có 2 nhà máy Đạm Phú Mỹ và Đạm Cà Mau vận hành 90-110% công suất, hai nhà máy Đạm Hà Bắc và Ninh Bình chỉ hoạt động cầm chừng dưới 40% công suất do sản xuất không hiệu quả, thua lỗ và thiếu vốn hoạt động. Với việc nhu cầu tiêu thụ phân urea ở Việt Nam mỗi năm vào khoảng 2.200-2.600 ngàn tấn (đã bao gồm phần dùng để sản xuất phân bón khác), rõ ràng nguồn cung phân urea trong nước sẽ vẫn phụ thuộc nhiều vào hai trụ cột DCM và DPM.

Việc không có nhà máy urea nào được xây dựng thêm cùng với lợi thế về vị trí địa lý và chất lượng sản phẩm của DCM đã phân tích ở trên sẽ đảm bảo cho DCM tiếp tục phát triển ổn định trong 5-10 năm nữa.

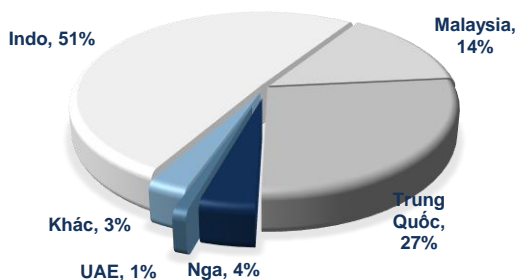
BIỂU ĐỒ 25: Cung cầu phân urea tại Việt Nam 2009-2017



Nguồn: FPTS Research

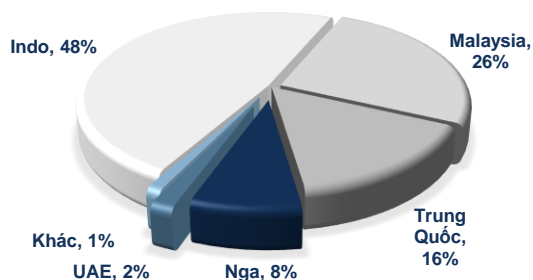
Khối lượng và kim ngạch nhập khẩu phân urea 2017 giảm đáng kể: 476 ngàn tấn tương ứng 121 triệu USD là số liệu sơ bộ của Tổng cục hải quan về khối lượng và kim ngạch nhập khẩu phân urea năm 2017 của Việt Nam, giảm lần lượt 22% về lượng và 13% về giá trị so với năm 2016. Nguyên nhân lý giải là sản lượng từ nhà máy Đạm Cà Mau và Hà Bắc+Ninh Bình đã tăng lần lượt 5% và 17% yoy, cùng với giá phân urea đã tăng khoảng 9% so với năm 2016 nên kim ngạch giảm ít hơn mức độ giảm của khối lượng.

BIỂU ĐỒ 26: Nhập khẩu urea theo quốc gia 2016



Nguồn: TCHQ, FPTS Research

BIỂU ĐỒ 27: Nhập khẩu urea theo quốc gia 2017



Nguồn: TCHQ, FPTS Research

Nguồn urea nhập khẩu vào Việt Nam chủ yếu đến từ Indonesia, Trung Quốc và Malaysia với tỷ trọng năm 2017 lần lượt là 48%, 26% và 16%. So với năm 2016, tỷ trọng giữa các quốc gia đã có sự thay đổi đáng kể khi tỷ trọng nhập khẩu từ Malaysia tăng từ 14% lên 26% trong khi Trung Quốc giảm từ 27% xuống còn 16%. Các loại phân urea nhập khẩu bao gồm cả urea hạt đục và hạt trong.

Urea từ Indonesia và Malaysia chiếm tỷ trọng nhập khẩu vào Việt Nam cao do các nước này vừa xây dựng các nhà máy urea có công suất rất lớn, điển hình như nhà máy urea Kantim V công suất đến 1,15 triệu tấn urea/năm tại Indonesia. Ngoài ra khi Cộng đồng Kinh tế ASEAN (AEC) được thành lập cuối năm 2015, hàng rào thuế quan ngày càng giảm nên các nước này đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường tiềm năng như Việt Nam.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng phân urea nhập khẩu sẽ gây áp lực nhất định đến giá urea trong nước, nhưng khả năng thay thế không cao, đặc biệt là đối với urea Cà Mau do sản phẩm của DCM có chất lượng tốt, thương hiệu uy tín cùng với nguồn cung ổn định hơn nhiều.

Trong thời gian tới, nhu cầu nhập khẩu urea sẽ vẫn duy trì: do nguồn cung trong nước khó đáp ứng đủ tiêu thụ khi hai nhà máy của Đạm Hà Bắc và Đạm Ninh Bình đang vận hành với công suất thấp và khó để gia tăng nhanh trong thời gian tới nhằm đáp ứng sự thiếu hụt nguồn cung. Vấn đề cốt lõi gây khó khăn cho 2 nhà máy này là thiếu vốn và công nghệ, máy móc không tương xứng với chi phí đầu tư (suất đầu tư quá cao nên chi phí khấu hao cũng cao), từ đó đẩy cao chi phí sản xuất và giảm lợi nhuận. Thậm chí nhà máy Đạm Hà Bắc còn chưa giải quyết được hợp đồng EPC với nhà thầu Trung Quốc, gây khó khăn cho việc chuyển giao công nghệ, vận hành. Trong bối cảnh Vinchem đang khó khăn về vốn như hiện nay cùng với chủ trương không hỗ trợ vốn cho các dự

án thua lỗ, kém hiệu quả của chính phủ, Vinachem sẽ khá khó khăn trong việc hỗ trợ đồng thời 2 nhà máy này.

Chính sách thuế nhập khẩu: Theo nghị định 125/2017 ND-CP của chính phủ có hiệu lực từ ngày 1/1/2018, thuế nhập khẩu phân urea ưu đãi năm 2018 là 6% và không có ưu đãi là 9%. Việc phân urea nhập khẩu chủ yếu từ Indonesia và Malaysia chịu thuế nhập khẩu 6% khiến các doanh nghiệp sản xuất phân urea nội địa vẫn có lợi thế so với phân urea nhập khẩu.

Tóm lại tại thị trường nội, DCM hiện là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất cả nước năm 2017. Sản phẩm của DCM có chất lượng cao hơn các sản phẩm trong nước và nhập khẩu khác, phù hợp xu hướng sản xuất nông nghiệp Việt Nam (tích tụ đất nông nghiệp tập trung và cơ giới hóa do đó dễ giữ nước, giữ ẩm nên phù hợp sử dụng phân chậm tan như urea hạt đục) và thế giới, cùng với vị trí địa lý thuận lợi và với tình trạng các đối thủ trong ngành như Hà Bắc và Ninh Bình đang hoạt động chậm vật, chúng tôi cho rằng DCM vẫn còn tiềm năng tăng trưởng trong 5-10 năm tới.

1.2.2. Thị trường xuất khẩu

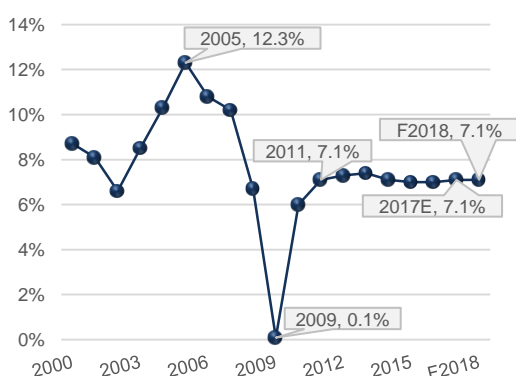
Năm	2013	2014	2015	2016	2017E
Doanh thu xuất khẩu	589	585	264	411	610
Tỷ trọng trong tổng doanh thu	9%	10%	5%	8%	11%

Mặc dù tỷ trọng xuất khẩu chỉ chiếm 11% doanh thu năm 2017 nhưng DCM hiện là doanh nghiệp xuất khẩu urea lớn nhất ở Việt Nam. Campuchia là thị trường xuất khẩu chính, chiếm hơn 95% tổng lượng xuất khẩu của DCM. Đây thực sự là thị trường giàu tiềm năng và DCM sẽ đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường này với do:

(1). Dư địa tăng trưởng ngành nông nghiệp Campuchia còn lớn

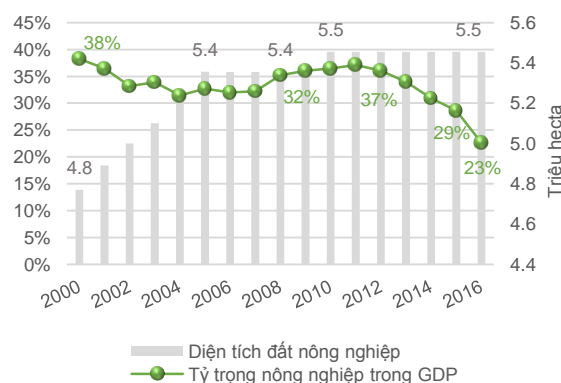
Tốc độ tăng trưởng GDP Campuchia giai đoạn 2011-2017 dao động trong khoảng 6,9-7,1% và được Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng 7,1% trong năm 2018. Hơn nữa, giai đoạn 2015-2017 tốc độ tăng trưởng GDP thực ngành nông nghiệp đã cải thiện rõ rệt từ mức 0,2% lên 0,8%. Việc nền kinh tế phát triển sẽ kéo theo nhu cầu lương thực tăng theo, diện tích gieo trồng tăng lên và tăng sử dụng phân bón.

BIỂU ĐỒ 28: Tăng trưởng GDP Campuchia



Nguồn: ADB Dự báo, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 29: Diện tích đất sx nông nghiệp Campuchia



Nguồn: Theglobeconomy, FPTs Research

Diện tích đất canh tác nông nghiệp bằng 20% Việt Nam nhưng lượng tiêu thụ phân bón chỉ bằng 5,6%: Theo thống kê của Theglobeconomy, diện tích đất nông nghiệp ở Campuchia năm 2016 ước tính đạt 5,5 triệu hecta, bằng 20% diện tích đất nông nghiệp Việt Nam (5,4 so với 27). Tuy nhiên lượng tiêu thụ phân bón ở nước này năm 2015 chỉ đạt 617 ngàn tấn (theo UKABC), trong khi ở Việt Nam là 11 triệu tấn.

Nông nghiệp Campuchia lạc hậu và có đến 79,06% dân số sống ở nông thôn: Theo Theglobeconomy, 79,06% dân số Campuchia sống ở nông thôn vào năm 2016. Điều đó cho thấy người dân Campuchia còn phụ thuộc khá nhiều vào nông nghiệp và chính phủ sẽ chú trọng đầu tư phát triển. Hình thức sản xuất nông nghiệp như sử dụng trâu cây vẫn tồn tại khá phổ biến, tương tự như Việt Nam giai đoạn những năm 2000. Nhìn lại giai đoạn 2002-2015, tốc độ tăng trưởng kép

tiêu thụ phân bón ở Việt Nam (CAGR) là 4%/năm do đó chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng tiêu thụ phân bón ở Campuchia sẽ ở mức 3-5%/năm trong 5-10 năm tới.

Thế mạnh tự nhiên: Địa hình tại Campuchia khá bằng phẳng, phần lớn diện tích là đồng bằng. Mặc dù thủy lợi ở đây kém phát triển nên việc sản xuất phụ thuộc nhiều vào tự nhiên, tuy nhiên hệ thống thủy lợi đang được đầu tư nạo vét sẽ mở ra cơ hội lớn cho ngành trồng trọt.

(2). Dư địa tăng trưởng ngành phân bón còn nhiều

Tiêu thụ phân bón trên mỗi hecta đất canh tác còn rất thấp, năm 2014 là 30kg/ha, trong khi ở thời điểm này ở Việt Nam là 397 kg/ha và trung bình thế giới là 138kg/ha. Ước tính năm 2016 đã đạt 60-75kg/hecta nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với Việt Nam (407 kg/ha) và thế giới.

Theo UKABC³, tổng nhu cầu tiêu thụ phân bón ở Campuchia mỗi năm vào khoảng 600-700 ngàn tấn. Báo cáo nghiên cứu của DCM cũng đồng thuận với báo cáo của UKABC, theo đó riêng nhu cầu tiêu thụ urea hàng năm là 280-300 ngàn tấn và dự phóng đến năm 2020 sẽ đạt 350 ngàn tấn/năm.

Theo ITC, lượng nhập khẩu phân bón của Campuchia đang tăng khá nhanh, từ mức 129 ngàn tấn năm 2008 lên 699 ngàn tấn năm 2014, hai thị trường nhập khẩu chính là Việt Nam và Thái Lan. Năm 2016, khối lượng urea nhập khẩu của Campuchia là 135 ngàn tấn, trong đó 70% từ Việt Nam.

BẢNG 4: Khối lượng nhập khẩu phân bón của Campuchia 2008-2014 (ĐVT: tấn)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NPK	56.784	67.591	86.012	103.098	72.060	29.301	59.951	NA	NA
Urea	7.837	17.052	25.977	56.644	96.819	126.642	198.282	141.355	135.860
Phosphate	47.262	61.930	62.158	72.591	105.743	171.273	278.333	NA	NA
Kali	29	25		120	4.205	6.205	13.154	NA	NA
Khác	17.280	42.238	25.066	28.907	25.975	36.556	27.359	NA	NA
Tổng	129.192	188.836	199.213	261.360	304.801	369.980	699.079	NA	NA

Nguồn: ITC, UN Comtrade, FPTS Research

Lúa cũng là cây trồng tiêu thụ phân bón nhiều nhất tại Campuchia: Diện tích trồng lúa hàng năm là 2,5 triệu hecta, năng suất năm 2015 là 3,5 tấn/ha trong khi tại Việt Nam là 5,7 tấn/ha.

(3). Lợi thế vị trí địa lý gần vùng tiêu thụ và hệ thống phân phối

Vùng tiêu thụ phân bón lớn nhất của Campuchia là các khu vực đồng bằng gồm các tỉnh Svay Rieng, Takeo, Prey Veng, Thương Kmoum,... có vị trí giáp với biên giới các tỉnh Kiên Giang, Đồng Tháp của Việt Nam và gần nhà máy Đạm Cà Mau do đó tiết kiệm được chi phí vận chuyển (trung bình chi phí này tương đương 2-3% doanh thu các doanh nghiệp phân bón).

(4). Hưởng lợi từ khấu trừ thuế VAT cho sản phẩm xuất khẩu

Theo nghị định 146/2017/NĐ-CP ban hành ngày 15/12/2017 có hiệu lực từ ngày 1/2/2018: Sản phẩm xuất khẩu được chế biến từ tài nguyên, khoáng sản do cơ sở kinh doanh mua về và chế biến hoặc thuê cơ sở khác chế biến mà trong quy trình chế biến đã thành sản phẩm khác sau đó lại tiếp tục chế biến ra sản phẩm xuất khẩu thì sản phẩm xuất khẩu này thuộc đối tượng áp dụng thuế suất thuế giá trị gia tăng 0%. Phân urea Cà Mau được DCM mua khí về, sản xuất thành các hóa chất trung gian ammonia rồi sản xuất thành phân urea xuất khẩu, thỏa mãn các điều kiện của nghị định 146/2017/NĐ-CP do đó sẽ được hoàn thuế VAT đầu vào (10%) và cải thiện lợi nhuận, do đó chúng tôi đánh giá DCM sẽ tận dụng cơ hội này để tăng cường xuất khẩu.

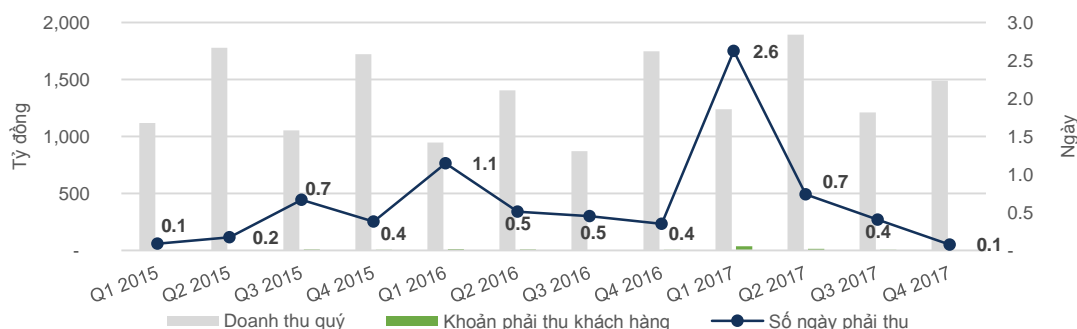
Tóm lại, nhu cầu nhập khẩu phân urea của Campuchia còn nhiều tiềm năng do lượng tiêu thụ phân bón tại nước này còn khá thấp so với mặt bằng chung trên thế giới (xét về lượng tiêu thụ trên mỗi ha đất canh tác) và tiềm năng phát triển ngành nông nghiệp.

³ Tổ chức hàng đầu của Anh quốc trong việc thúc đẩy thương mại và đầu tư giữa Anh và các nước ASEAN

1.3 Khách hàng

DCM có sức mạnh tương đối lớn đối với khách hàng: Đầu ra của phân bón là sản xuất nông nghiệp do đó người tiêu dùng cuối cùng là nông dân, tuy nhiên DCM không trực tiếp phân phối sản phẩm đến nông dân mà bán cho hàng ngàn đại lý cấp 1 và cấp 2 có quy mô nhỏ và không phụ thuộc khách hàng lớn nên DCM có sức mạnh áp đảo lên các đại lý khi công ty có lợi thế gần vùng tiêu thụ.

BIỂU ĐỒ 30: Khoản phải thu và số ngày phải thu theo quý của DCM Q1.2015-Q4.2017



Nguồn: BCTC, FPTC Research

Số ngày phải thu của DCM ổn định ở mức dưới 2 ngày trong suốt 3 năm qua, xa hơn là từ khi thành lập đến nay. Trong báo cáo tài chính cuối năm, khoản phải thu luôn dưới 15 tỷ trong khi doanh thu hàng năm đều trên dưới 5.000 tỷ.

So với các doanh nghiệp trong ngành, số ngày phải thu của DCM thấp hơn hẳn. Doanh nghiệp tương đồng với DCM là DPM cũng có số ngày phải thu từ 8-10 ngày trong khi trung bình ngành từ 30-40 ngày.

Trong thời gian tới chúng tôi dự phóng số ngày phải thu sẽ tăng nhẹ do công ty phân phối phân nhập khẩu và phân NPK do công ty sản xuất dự kiến từ năm 2019.

1.4. Triển vọng tăng trưởng doanh thu

Chúng tôi dự phóng tiềm năng tăng trưởng doanh thu DCM dựa trên 3 cơ sở: (1) Giá phân urea sẽ phục hồi, (2) Tăng trưởng từ phân phối phân nhập khẩu và (3) Lượng tiêu thụ từ nhà máy NPK.

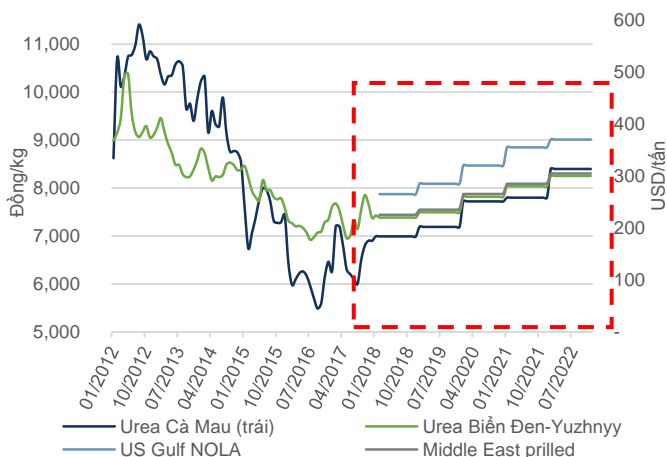
(1) Giá phân urea phục hồi

Ngành phân bón urea Việt Nam và thế giới có mối quan hệ rất mật thiết với nhau, đặc biệt là về biến động giá phân bón (tham khảo thêm báo cáo **Ngành Phân bón vô cơ 2017-FPTS tại đây** để hiểu rõ hơn).

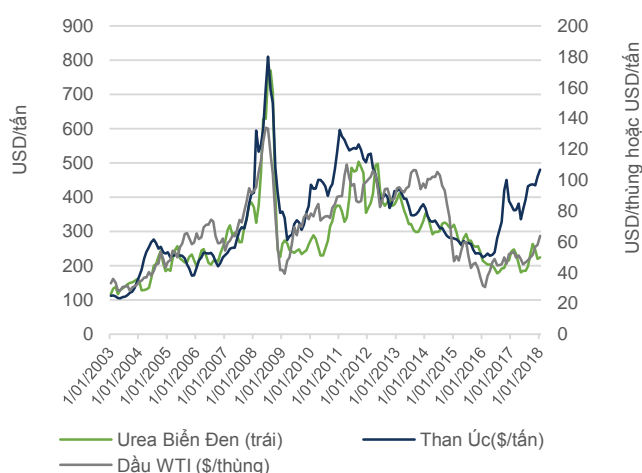
Nguồn cung urea Trung Quốc suy giảm trong khi nhu cầu tiêu thụ ở nước này vẫn cao tác động tích cực đến giá phân urea: Trung Quốc là nước sản xuất phân urea lớn nhất thế giới với sản lượng năm 2016 là 68 triệu tấn, chiếm 38% sản lượng urea toàn cầu (sản lượng cao nhất từng được ghi nhận là 71 triệu tấn vào năm 2015). Tuy nhiên những quy định về mức độ ô nhiễm môi trường, đóng cửa các mỏ than kém chất lượng và khuyến khích sử dụng khí thay cho than đá đang ảnh hưởng xấu đến nguyên liệu sản xuất (do than là đầu vào quan trọng của ngành sản xuất phân bón Trung Quốc) và sản lượng urea đầu ra của quốc gia này. Sản lượng urea năm 2017 ước tính chỉ còn 55 triệu tấn, tương đương 33% sản lượng urea toàn cầu.

Các nhà máy urea sử dụng nguyên liệu than đá cũ kỹ không đảm bảo mức độ ô nhiễm được phép và chi phí sản xuất cao buộc phải đóng cửa trong khi các nhà máy sử dụng nguyên liệu khí không đủ nguyên liệu để vận hành do nhu cầu khí đốt sinh hoạt và các nhà máy nhiệt điện tăng lên.

Giá nguyên liệu sản xuất ảnh hưởng đến giá urea: Do phân urea được sản xuất từ than và khí nên ảnh hưởng từ nguồn cung và giá cả các nguyên liệu này sẽ ảnh hưởng mạnh đến giá phân urea. So với giá khí, giá than có mức độ tác động lên giá urea cao hơn do 1/3 sản lượng urea toàn cầu được sản xuất ở Trung Quốc và chủ yếu từ than. Giá khí cũng tác động đến giá urea nhưng vì chính sách giá bán khí có sự khác nhau giữa các khu vực nên mức độ tác động lên giá urea không rõ ràng như giá than.

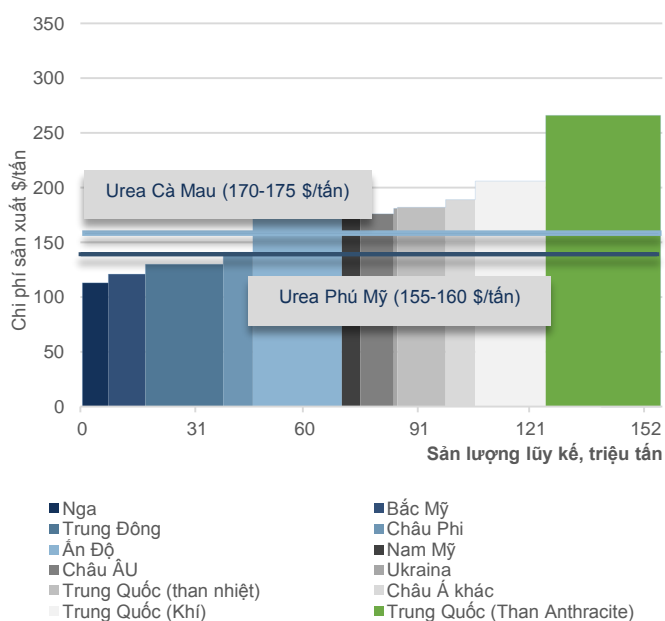
BIỂU ĐỒ 31: Diễn biến và dự báo giá phân urea


Nguồn: Index Mundi, Fertercon T6/2017, FPTs Research

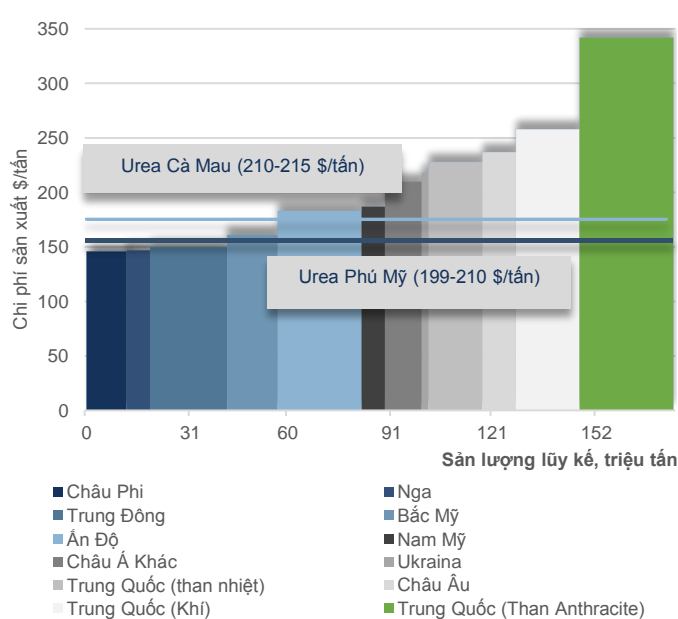
BIỂU ĐỒ 32: Diễn biến giá than Úc, giá dầu và urea Biển Đen


Nguồn: Index Mundi, FPTs Research

Từ nửa cuối năm 2016 đến nay, tác động của giá than lên giá urea khá rõ ràng. Điển hình, từ tháng 7/2016 đến tháng 11/2016 khi giá than Úc tăng từ 62\$/tấn lên 100\$/tấn do nguồn cung thiếu hụt đã đẩy giá urea tăng theo từ 177\$/tấn lên 211\$/tấn. Khi các mỏ than ở Trung Quốc quay lại hoạt động cùng chính sách nới lỏng số ngày khai thác từ 267 lên 330 ngày của Trung Quốc đã khiến nguồn cung than đá tăng lên làm cho giá than hạ nhiệt và giá urea cũng giảm. Đến giữa và cuối năm 2017, giá than tiếp tục tăng do nhu cầu ở Trung Quốc tăng mạnh từ các nhà máy nhiệt điện trong khi nguồn cung bị siết chặt đã khiến giá urea tăng theo.

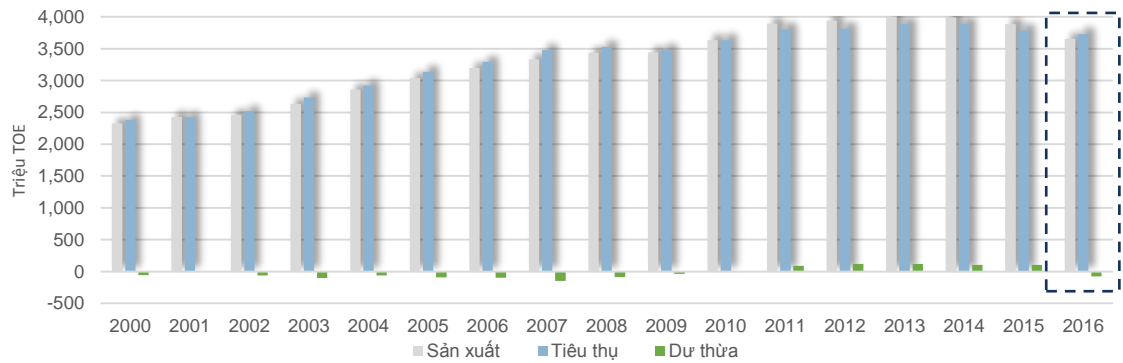
BIỂU ĐỒ 33: Chi phí sản xuất urea theo khu vực - 2016


Nguồn: Fertercon, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 34: Chi phí sản xuất urea theo khu vực - 2021


Nguồn: Fertercon, FPTs Research

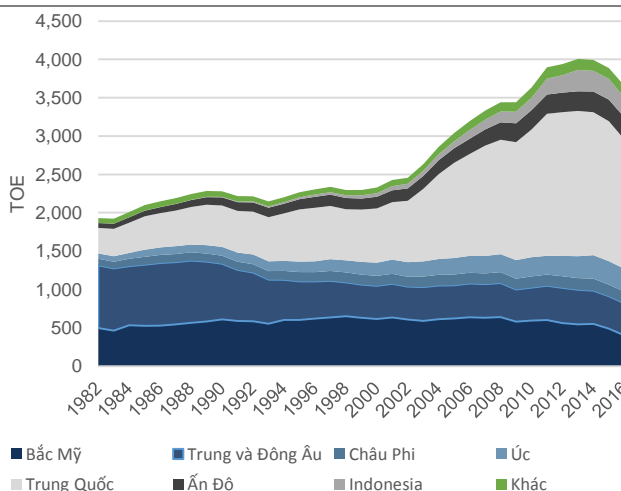
Chi phí sản xuất tại Trung Quốc tăng cao tác động tích cực đến giá phân urea: Trung Quốc là quốc gia có chi phí sản xuất urea cao nhất thế giới, năm 2016 chi phí sản xuất urea từ than Anthracite ở Trung Quốc là 260\$/tấn trong khi chi phí sản xuất urea từ khí ở Mỹ chỉ khoảng 120\$/tấn. Do đó Worldbank và Fertecon đều dự báo khi giá than sẽ tăng trong thời gian tới sẽ đẩy chi phí sản xuất ở Trung Quốc tăng lên, các công ty này buộc phải đẩy giá bán lên hoặc dừng sản xuất làm suy giảm nguồn cung và quay lại tác động tích cực lên giá phân urea.

BIỂU ĐỒ 35: Cung cầu than đá thế giới giai đoạn 2000-2016


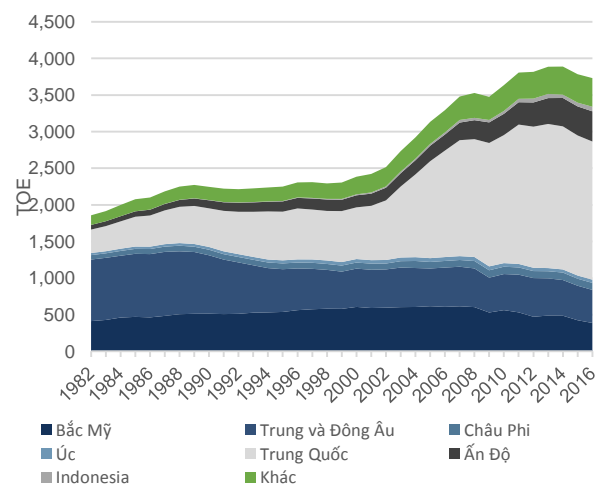
Nguồn: BP, FPTS Research

Trong giai đoạn 2011-2016 thế giới luôn trong tình trạng dư cung than đá do nhu cầu tiêu thụ than ở Trung Quốc giảm khi nền kinh tế nước này tăng trưởng chậm lại. Tuy nhiên với việc sản lượng của Trung Quốc đã giảm khá mạnh trong khi nhu cầu giảm với tốc độ thấp hơn đã làm giảm tình trạng dư cung than đá, thậm chí trong năm 2016 còn thiếu hụt nguồn cung.

Trong biểu đồ cơ cấu tiêu thụ và sản lượng than theo khu vực dưới đây sẽ thể hiện rõ sự suy giảm mạnh về sản lượng than của Trung Quốc, từ đó làm giảm sản lượng than đá toàn cầu. Việc suy giảm này được dự báo sẽ còn tiếp tục trong dài hạn khi Trung Quốc đang mạnh tay cơ cấu lại ngành than đá nước này.

BIỂU ĐỒ 36: Sản lượng than theo khu vực 1982-2016


Nguồn: BP, FPTS Research

BIỂU ĐỒ 37: Tiêu thụ than theo khu vực 1982-2016


Nguồn: BP, FPTS Research

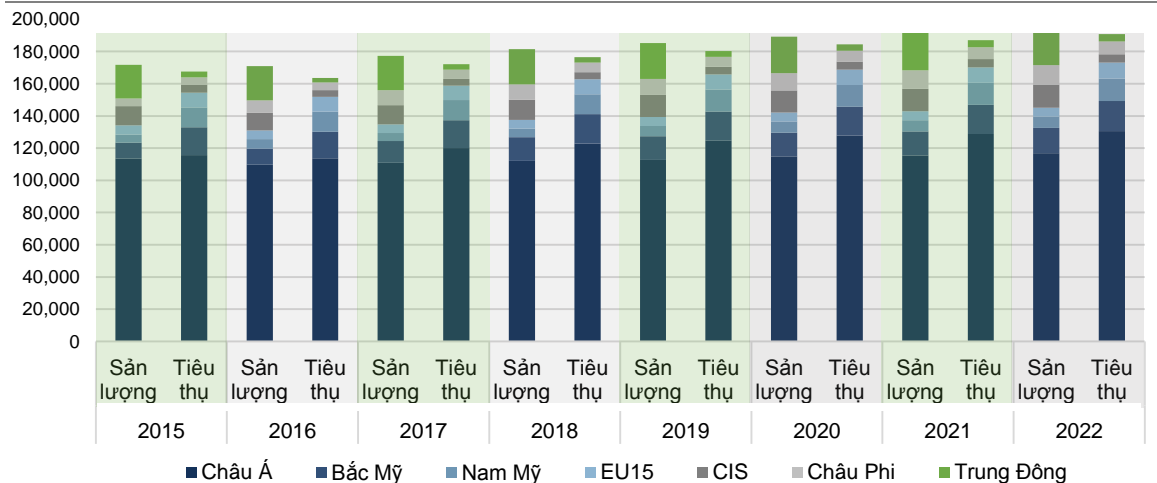
Trong những năm gần đây và thời gian tới, với việc Trung Quốc đã và đang có những hành động mạnh mẽ như đóng cửa các mỏ than không đủ tiêu chuẩn hoặc sản xuất than bẩn đã khiến sản lượng than đá ở quốc gia này sẽ tiếp tục giảm. Ở chiều ngược lại, mặc dù công ty năng lượng toàn cầu Bristish Petroleum (BP) dự báo nhu cầu sử dụng than của Quốc sẽ giảm mỗi năm khoảng 1,1% nhưng đó là các loại than bẩn, thải ra nhiều chất gây ô nhiễm, còn nhu cầu than sạch vẫn sẽ duy trì, đặc biệt là các nhà máy nhiệt điện than sử dụng than bẩn trước đây sẽ được xây dựng lại và chuyển sang sử dụng than sạch, điển hình như than Anthracite. Và có một thực tế là ở Trung Quốc than Anthracite là loại than được sử dụng phổ biến để sản xuất urea, do đó chúng tôi cho rằng gia tăng nhu cầu than Anthracite sẽ hỗ trợ tích cực đến giá loại than này. Fertecon dự báo giá than Anthracite của Trung Quốc sẽ tăng trung bình khoảng 8%/năm và đẩy giá urea Trung Quốc tăng khoảng 5%/năm trong 5 năm tới.

Ngoài ra, theo dự báo của EIA, nhu cầu tiêu thụ than của Ấn Độ sẽ tăng với tốc độ khoảng 2,6%/năm nên mặc dù nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc có bị suy giảm nhưng lượng tiêu thụ tăng thêm từ Ấn Độ sẽ bù đắp khoảng trống đó và nhu cầu tiêu thụ than toàn cầu không bị suy giảm. Một dự báo ủng hộ cho việc tăng giá than nữa là đối với khu vực châu Á, trong giai đoạn 2015-2025 được OECD/IEA dự báo sẽ tiếp tục tăng tỷ trọng nhiệt điện than từ 32% lên khoảng 50%, công suất các nhà máy nhiệt điện than sẽ tăng 5,4%/năm.

Chúng tôi cho rằng trong trường hợp giá than duy trì cao hoặc tiếp tục tăng DCM sẽ được hưởng lợi kép vì: (1) giá urea thế giới tăng sẽ khiến giá urea nội địa tăng theo và (2) khi giá than cao chi phí sản xuất của hai doanh nghiệp Đạm Hà Bắc và Ninh Bình sẽ tăng lên do hai doanh nghiệp này sử dụng nguyên liệu than đầu vào, giảm lợi thế cạnh tranh và trong trường hợp xấu nhất như cuối năm 2016 và 2017 khi 2 doanh nghiệp này phải dừng sản xuất một thời gian, làm giảm nguồn cung urea nội địa và tiếp tục tác động tích cực lên urea trong nước.

Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ cao hơn sản lượng: Fertecon dự báo nhu cầu tiêu thụ urea toàn cầu sẽ tăng với tốc độ khoảng 2,05%/năm đến năm 2022, trong khi công suất các nhà máy chỉ tăng với 1,3%/năm và hiệu suất vận hành nhà máy ổn định ở mức 80%. Đặc biệt sản lượng của Trung Quốc sẽ giảm khá mạnh. Fertecon dự báo trong thời gian tới lượng xuất khẩu urea của Trung Quốc sẽ dưới 5 triệu tấn, rất khiêm tốn so với con số 14 triệu tấn vào năm 2015.

BIỂU ĐỒ 38: Sản lượng và lượng tiêu thụ phân urea theo một số khu vực chính trên thế giới



Nguồn: Fertecon, FPTs Research

Năm 2017 Việt Nam tiêu thụ khoảng 2,6 triệu tấn phân urea trong khi nguồn cung nội địa chỉ đạt 2,1 triệu tấn và lượng nhập khẩu bổ sung là 0,5 triệu tấn. Trong năm 2017-2018, Agromonitor dự báo nhu cầu tiêu thụ và xuất khẩu phân urea được dự báo sẽ tiếp tục tăng nhẹ khoảng 2,5%/năm, đạt khoảng 2,7 triệu tấn, do đó khả năng tiêu thụ 780-800 ngàn tấn urea Cà Mau hoàn toàn khả thi trong giai đoạn dự phóng.

BẢNG 5: Dự phóng lượng tiêu thụ, giá và doanh thu mảng urea Cà Mau

	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Giá urea Biển Đen (\$/tấn)	205	220	230	260	280	300
Giá urea Trung Quốc (\$/tấn)	215	250	260	270	290	310
Giá urea NOLA (\$/tấn)	225	265	285	320	355	370
Giá urea Trung Đông (\$/tấn)	210	225	235	265	285	305
Giá urea Trung bình thế giới (\$/tấn)	214	240	253	279	303	321
Chi phí vận chuyển (\$/tấn)	15	15	15	15	15	15
Thuế và chi phí khác (\$/tấn)	20	20	10	-	-	-
Giá urea Cà Mau (\$/tấn)	249	275	278	294	318	336
Tỷ giá VND/USD	22.665	23.287	23.902	24.534	25.159	25.800
Giá urea Cà Mau (triệu/tấn)	5,9	6,4	6,6	7,2	7,7	8,2
Sản lượng (tấn)	847	784	784	784	800	800
Tiêu thụ (tấn)	850	784	768	745	760	760
Doanh thu urea (tỷ đồng)	4.999	5.021	5.096	5.368	5.828	6.198

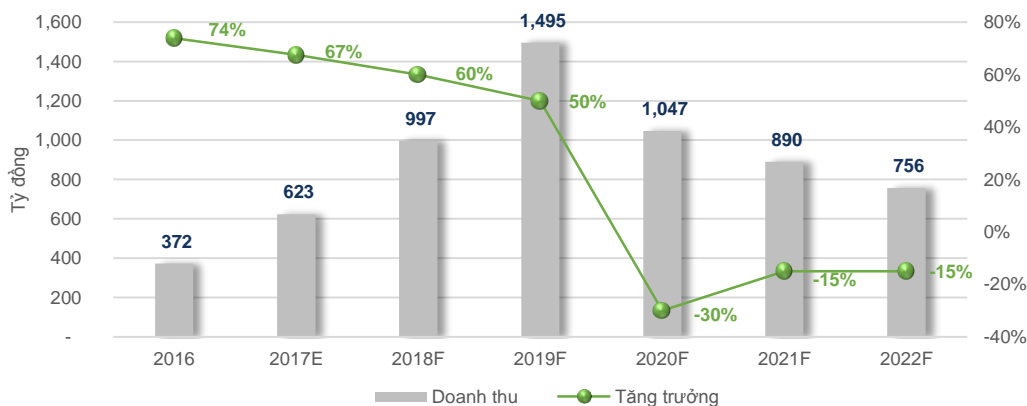
Nguồn: FPTs Research

Chúng tôi sử dụng giá urea ở 4 thị trường phân urea lớn nhất thế giới là Trung Quốc, Trung Đông, Đông Âu và Mỹ do Fertecon dự báo và điều chỉnh các chi phí khác để dự phóng giá urea Cà Mau. Theo đó chúng tôi ước tính giá urea Cà Mau năm 2018 sẽ đạt 6,4 triệu/tấn, +8,9% yoy. Lượng tiêu thụ trong năm sẽ đạt 784 ngàn tấn và tổng doanh thu mảng urea đạt 5.021 tỷ, tăng nhẹ 0,4% yoy, với nguyên nhân chủ yếu là sản lượng giảm vì thiếu hụt nguyên liệu khí, dự phóng công suất hoạt động chỉ đạt 98% trong giai đoạn 2018-2020.

Tuy nhiên từ năm 2021, chúng tôi dự phóng công suất nhà máy sẽ tăng trở lại 100% khi dự án đường ống dẫn khí Lô B-Ô Môn hoàn thành và tăng sản lượng khí khai thác ở khu vực này. Phân tích chi tiết nguyên liệu khí chúng tôi đề cập trong phần Giá vốn hàng bán.

(2). Doanh thu từ phân phối phân bón nhập khẩu

BIỂU ĐỒ 39: Dự phóng doanh thu mảng phân phối



Nguồn: FPTs Research

Dự phóng giai đoạn 2 năm 2018 và 2019 doanh thu mảng phân phối sẽ tăng với tốc độ lần lượt 60 và 50%/năm với động lực chính từ phân phối phân kali và phân NPK để chạy đà cho việc kinh doanh phân NPK tự sản xuất dự kiến từ giữa năm 2019.

Tuy nhiên từ năm 2020 dự phóng doanh thu mảng này sẽ bị suy giảm do DCM tập trung phân phối sản phẩm NPK tự sản xuất và có biên lợi nhuận gộp cao hơn hoạt động thương mại.

(3). Doanh thu từ nhà máy NPK

BẢNG 6: Dự phóng doanh thu phân NPK tự sản xuất

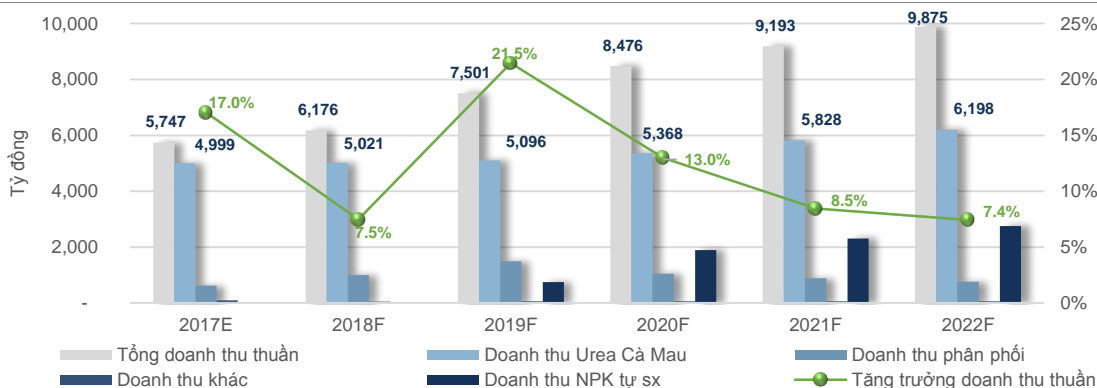
	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Công suất (ngàn tấn)	0	300	300	300	300
Công suất vận hành	0%	30%	70%	80%	90%
Sản lượng (ngàn tấn)	0	90	210	240	270
Tiêu thụ (ngàn tấn)	0	90	210	240	270
Doanh thu (tỷ đồng)	0	747	1.894	2.303	2.755

Nguồn: FPTs Research

Theo kế hoạch của DCM, đầu năm 2019 nhà máy NPK sẽ hoàn thành, tuy nhiên để thận trọng chúng tôi dự phóng trong năm 2019 DCM chỉ có thể vận hành được 30% công suất nhà máy, tương ứng với sản lượng và lượng tiêu thụ 90 ngàn tấn.

Do nhà máy sử dụng công nghệ Urea hóa lỏng nên cho ra chất lượng sản phẩm khá cao, vì thế giá bán cao hơn so với giá các loại phân NPK thông thường và ngang sấp xỉ với giá NPK Phú Mỹ, Bình Điền. Dự phóng giá NPK Cà Mau năm 2019 sẽ đạt tối thiểu 8,3 triệu/tấn.

Chúng tôi đánh giá khả quan vào việc tiêu thụ NPK Cà Mau của DCM do chất lượng sản phẩm từ công nghệ urea hóa lỏng khá cao. DCM có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh phân bón, bên cạnh yếu tố nguồn cung phân NPK hàm lượng chất dinh dưỡng cao còn thấp hơn nhu cầu.

BIỂU ĐỒ 40: Dự phóng doanh thu của DCM giai đoạn 2018-2022


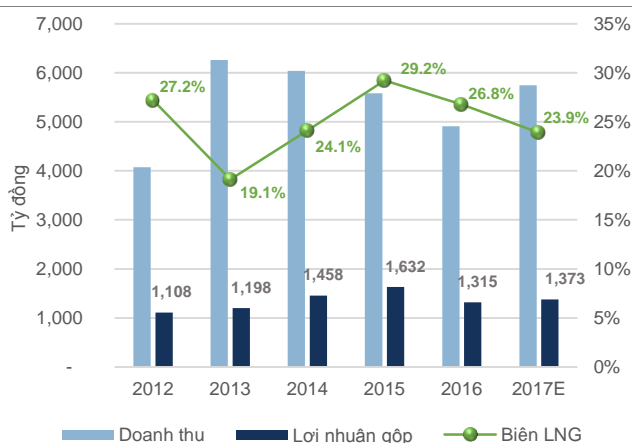
Nguồn: FPT Research

Dự phóng doanh thu DCM sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2018-2020 do đóng góp từ mảng phân phối và nhà máy NPK.

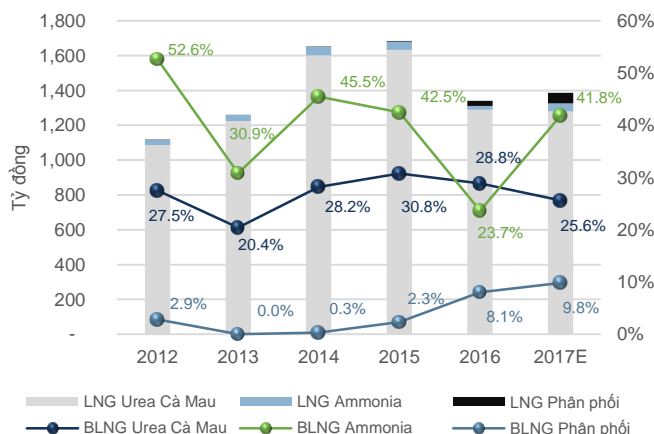
2. Lợi nhuận gộp

Bên cạnh DPM, DCM là doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao nhất ngành phân bón Việt Nam do hàng rào gia nhập ngành sản xuất urea rất cao đã tạo lợi thế cạnh tranh lớn cho DCM và DPM.

2.1. Tình hình chung về lợi nhuận gộp (LNG)

BIỂU ĐỒ 41: Tình hình Lợi nhuận gộp 2012-2017


Nguồn: BCTC, FPT Research

BIỂU ĐỒ 42: Biên lợi nhuận gộp theo sản phẩm 2012-2017


Nguồn: BCTC, FPT Research

Biên lợi nhuận gộp (BLNG) biến động khá mạnh giữa các năm: giai đoạn 2012-2013 DCM tiến hành đánh giá lại để quyết toán nhà máy Đạm Cà Mau và ghi nhận thêm tài sản do đó chi phí khấu hao đã tăng từ 914 tỷ năm 2012 lên 1.303 tỷ năm 2013, kéo BLNG giảm từ 27,7% xuống còn 19,1%. Sang năm 2014 giá khí đầu vào được PVN trợ cấp với mức giá xác định từ đầu năm và mặc dù doanh thu suy giảm do giá urea giảm nhưng giá khí giảm mạnh hơn nên cải thiện BLNG. Giai đoạn 2015-2017, giá khí của DCM vẫn được PVN trợ cấp nhưng giá khí được xác định vào cuối năm để đảm bảo ROE bằng 12% nên BLNG ít biến động theo doanh thu.

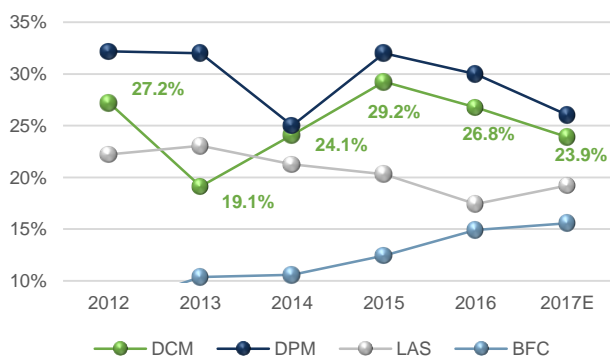
Trong năm 2015, cả DCM và DPM đều ghi nhận BLNG tăng mạnh, nhưng đến từ 2 nguyên nhân khác nhau, DPM do giá dầu giảm trong khi DCM được chuyển sang chính sách giá khí mới đảm bảo ROE đạt 12%, nhưng do vòng quay tài sản của DCM còn quá thấp nên buộc PVN phải hạ giá khí để cải thiện Lợi nhuận ròng, các chi phí khác không biến động nhiều nên Lợi nhuận gộp do đó tăng lên và cải thiện BLNG.

Urea Cà Mau chiếm 93% lợi nhuận gộp năm 2017. Giai đoạn 2012-2017 Urea Cà Mau luôn chiếm tỷ trọng trên 90% trong cơ cấu lợi nhuận gộp DCM. Tuy nhiên tỷ trọng này đang có xu hướng giảm dần do DCM bắt đầu phân phối các loại phân bón khác như kali, DAP,... Từ năm 2019 chúng tôi dự phóng tỷ trọng urea sẽ càng giảm còn 85% do sự xuất hiện của mảng phân NPK tự sản

xuất. Việc đa dạng hóa cơ cấu LNG sẽ giúp DCM không phụ thuộc hoàn toàn vào phân urea, hạn chế được biến động BLNG, chúng tôi đánh giá đây là điều rất cần thiết.

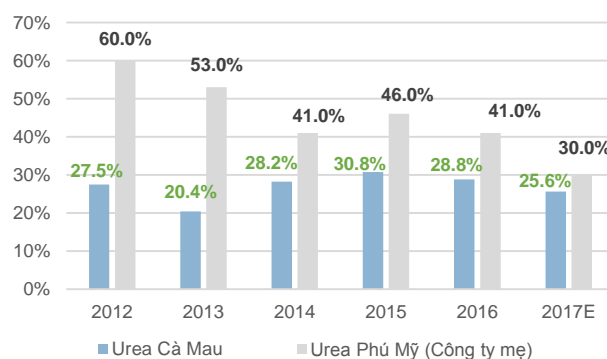
Hóa chất ammonia là sản phẩm có BNLG cao nhất với 42% vào năm 2017. Mặc dù chiếm tỷ trọng chỉ 3-4% trong lợi nhuận gộp nhưng Ammonia lại là sản phẩm có BNLG cao nhất với mức trung bình trong 6 năm qua là 44%. Sản phẩm chủ lực urea có BNLG từ 20-30% trong khi mảng phân phối có BLNG thấp nhất, tuy nhiên đang có sự cải thiện rất tốt khi năm 2017 DCM ghi nhận mức BLNG phân phối đến 9,8%, rất cao so với 0% vào năm 2013 và cao hơn cả mảng phân phối của DPM ước tính cho năm 2017 là 6,0%.

BIỂU ĐỒ 43: So sánh biên lợi nhuận gộp với ngành



Nguồn: BCTC, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 44: Biên lợi nhuận gộp urea Cà Mau và Urea Phú Mỹ



Nguồn: BCTC, FPTs Research

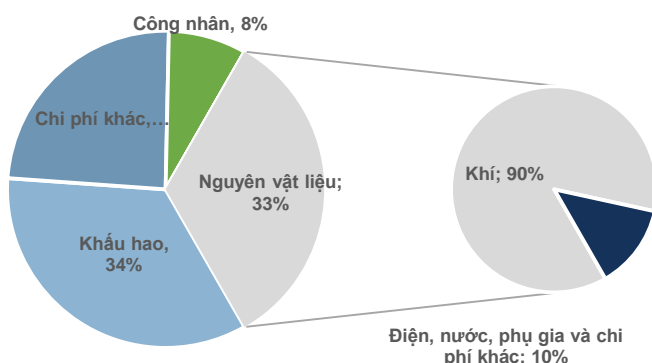
Biên lợi nhuận gộp chỉ thấp hơn DPM: Do áp lực khấu hao nhà máy lớn, mỗi năm DCM khấu hao máy móc thiết bị 1.100 tỷ trong khi DPM chỉ khoảng 150 tỷ do nhà máy của DPM đã gần hết khấu hao, nên BLNG của DCM luôn thấp hơn DPM, nhưng cao hơn hẳn các doanh nghiệp lớn còn lại như BFC và LAS. Mặc dù DPM có BLNG cao hơn nhưng đang suy giảm do giá urea giảm nhiều hơn giá khí, trong khi DCM có mức độ biến động thấp hơn do được trợ cấp giá khí đầu vào.

Urea Cà Mau có BLNG thấp hơn urea Phú Mỹ nhưng đang dần bắt kịp: Do DPM mua khí theo giá thị trường nên giai đoạn 2016-2017 giá dầu tăng mạnh đã làm cho BLNG suy giảm liên tục do đó DCM đã dần bắt kịp khi DCM giai đoạn trên và dự phóng đến năm 2022 DCM vẫn chưa chịu rủi ro biến động giá khí đầu vào.

2.2. Cơ cấu chi phí đầu vào

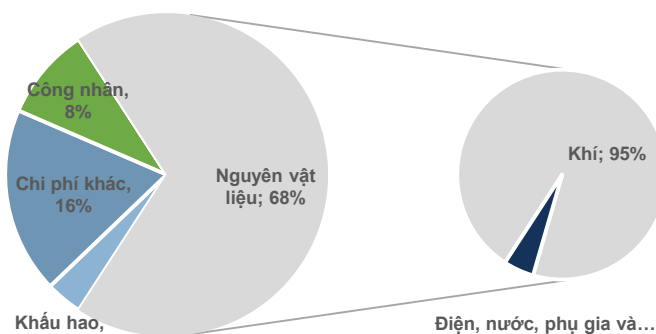
Thông thường trên thế giới chi phí nguyên liệu khí chiếm từ 60-70% chi phí sản xuất urea, nhưng đối với DCM tỷ trọng này chỉ 30-40% do DCM được PVN trợ cấp giá khí và chi phí khấu hao lớn, đây cũng là rủi ro lớn nhất đối với DCM nếu không được trợ cấp giá khí đầu vào.

BIỂU ĐỒ 45: Cơ cấu chi phí SX Urea Cà Mau 2017



Nguồn: BCTC, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 46: Cơ cấu chi phí SX Urea Phú Mỹ 2017



Nguồn: BCTC, FPTs Research

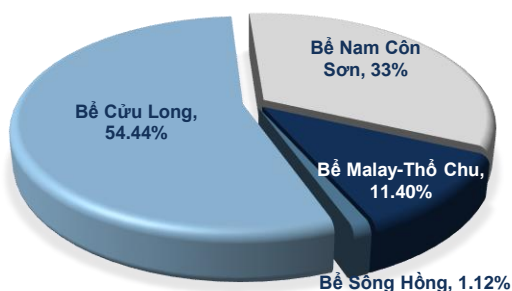
Khấu hao và Nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giá thành sản xuất urea lần lượt là 33% và 34% vào năm 2017, theo tính toán của chúng tôi. Điều này khác biệt khác lớn so với

DPM khi tỷ trọng 2 chi phí này của DPM lần lượt là 68% và 3%. Tuy nhiên từ năm 2019, tỷ trọng chi phí nguyên liệu sẽ tăng lên đạt khoảng 40% nhưng cơ cấu chi phí sản xuất urea Cà Mau và Phú Mỹ sẽ còn khác biệt trong dài hạn, ít nhất đến năm 2022 khi nhà máy Đạm Cà Mau giảm khấu hao.

Trong thành phần của nguyên vật liệu, khí là yếu tố chiếm tỷ trọng lớn nhất với 90%, phần còn lại là các loại hóa chất phụ gia như UFC85, bao bì và điện, nước,... Tỷ trọng này có sự khác biệt nhỏ so với DPM khi một số hóa chất như phụ gia, UFC85 DPM đã tự sản xuất trong khi DCM mua ngoài.

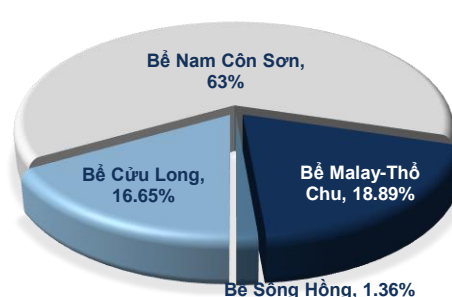
Lượng nguyên liệu khí sẽ ảnh hưởng đáng kể đến tình hình hoạt động của DCM trong thời gian tới: Sản lượng khí từ Bể Malay-Thổ Chu khá khiêm tốn có thể ảnh hưởng đến rủi ro nguyên liệu khi 100% nguyên liệu khí của DCM được cung cấp từ mỏ PM3-CAA thuộc vùng chồng lấn với Malaysia tại bể Malay-Thổ Chu.

BIỂU ĐỒ 47: Trữ lượng khí đồng hành ở Việt Nam



Nguồn: VPI/EMC, FPT Research

BIỂU ĐỒ 48: Cơ cấu sản lượng khí ở Việt Nam



Nguồn: VPI/EMC, FPT Research

Bể Malay-Thổ Chu chỉ chiếm 11,4% trữ lượng, tương đương 138,2 tỷ m³, thời gian khai thác có thể lên đến 65 năm) và 18,9% sản lượng khí hàng năm ở Việt Nam, tương đương với 1,9 tỷ m³/năm (DCM tiêu thụ khoảng 0,5 tỷ m³/năm).

Trong giai đoạn 2018-2020, chúng tôi dự phóng DCM sẽ khó đủ nguyên liệu khí do sản lượng khai thác ở một số mỏ khí đã giảm và những thương lượng về hợp đồng mua khí với các giếng khoan trong khu vực Bể Malay-Thổ Chu với Malaysia chưa được thống nhất. Hơn nữa hiện tại chúng tôi chưa thấy động thái nào của DCM trong việc sử dụng khí thiên nhiên/dầu mỏ hóa lỏng (LNG/ LPG) bổ sung do đó chúng tôi dự phóng công suất nhà máy chỉ đạt 98%, tương ứng với sản lượng 784 ngàn tấn urea.

Theo số liệu thống kê năm 2016, trữ lượng các mỏ nhỏ tại bể Malay-Thổ Chu còn hơn 16 tỷ m³, đáp ứng đủ nhu cầu khai thác trong vòng 7-8 năm nữa.

Tuy nhiên đến giai đoạn 2021-2022 và trở về sau, chúng tôi kỳ vọng dự án đường ống Lô B-Ô Môn sẽ hoàn thành đúng tiến độ để bổ sung sản lượng cho đường ống PM3 và nhà máy Đạm Cà Mau sẽ vận hành đạt 100% công suất.

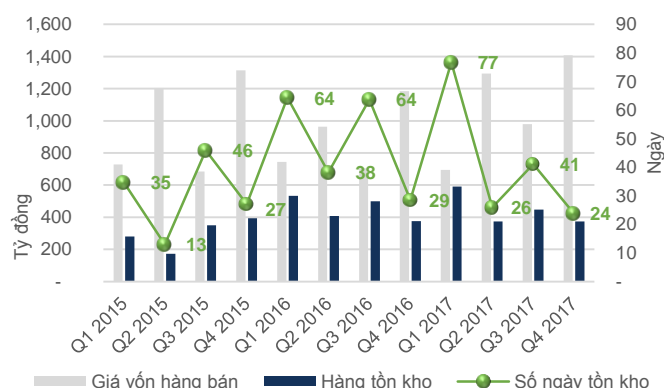
Dự phóng giá khí giai đoạn 2019-2022 vẫn như giai đoạn 2015-2018: Theo tính toán của chúng tôi, nếu giá khí do PVN bán cho DCM được tính theo giá thị trường thì mảng sản xuất urea của DCM sẽ lỗ nặng do áp lực khấu hao của DCM rất lớn và duy trì đến năm 2023. Tuy nhiên, để hỗ trợ DCM và để tiến trình thoái vốn tại DCM (thoái từ 75% xuống còn 51% và vẫn là công ty con của PVN) được diễn ra theo đúng dự kiến trong năm nay, chúng tôi cho rằng PVN vẫn sẽ cam kết trợ cấp giá khí cho DCM theo như hợp đồng của giai đoạn 2015-2018 là **Lợi nhuận sau thuế của mảng urea và gốc urea sẽ vẫn đảm bảo ROE đạt 12%.**

Đối với nhà máy NPK: Nguồn nguyên liệu là phân đơn rất đa dạng và đang dư cung nên chúng tôi cho rằng rủi ro về lượng nguyên liệu không đáng kể. Hơn nữa DCM sẽ dùng urea từ nhà máy Urea để làm nguyên liệu cho nhà máy NPK, đối với phân kali và DAP sẽ được nhập khẩu. Hiện nay phân DAP đang bị áp thuế tự vệ tuyệt đối là 1,13 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 7/3/2018-6/3/2019, từ 7/3/2019-6/3/2020 giảm còn 1,07 triệu/tấn, từ 7/3/2020 trở đi 0 đồng/tấn (nếu không gia hạn). Nhà máy NPK Cà Mau sẽ đi vào hoạt động từ giữa năm 2019 nên DCM sẽ không chịu

nhiều rủi ro từ việc đánh thuế tự vệ đối phân DAP vì thuế tự vệ đã giảm và gần hết hiệu lực (nếu không được gia hạn thêm).

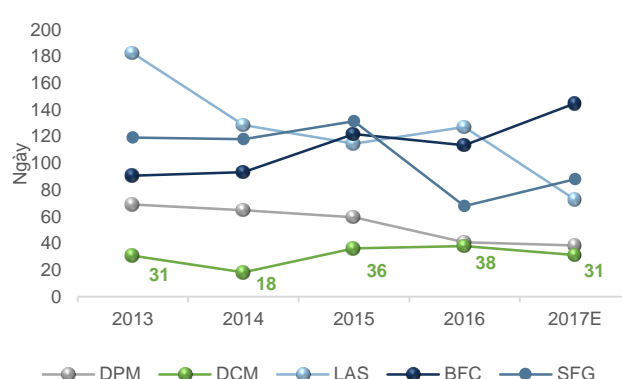
2.3. Tình hình quản trị hàng tồn kho

BIỂU ĐỒ 49: Hàng tồn kho theo quý và số ngày tồn kho



Nguồn: BCTC, FPT Research

BIỂU ĐỒ 50: Hàng tồn kho và số ngày tồn kho các DN phân bón

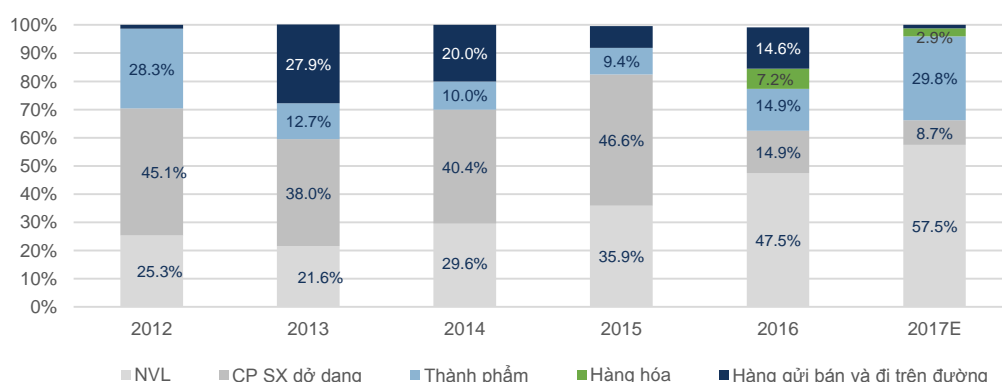


Nguồn: BCTC, FPT Research

Số ngày tồn kho của DCM phản ánh tính đặc thù trong tiêu thụ phân bón tại Việt Nam: Mùa vụ trong sản xuất lúa nước và yếu tố thời tiết đã ảnh hưởng mạnh đến việc tiêu thụ phân bón do quý 2 là đầu mùa mưa nên nhu cầu bón phân cho các cánh đồng khan hiếm nước hoặc khu vườn không có hệ thống tưới tiêu sẽ tăng mạnh vì phân bón cần có độ ẩm ướt mới tan và cây hấp thu được. Ngoài ra quý 4 là thời điểm chuẩn bị gieo sạ lúa cho vụ chính của cả năm – vụ Đông Xuân nên các đại lý sẽ nhập phân bón về nhiều hơn.

DCM kiểm soát khá tốt số ngày tồn kho khi chỉ dao động từ 40-70 ngày đối với quý 1 và quý 3, trong khi vào lúc nhu cầu cao quý 2 và quý 4 chỉ khoảng 10-20 ngày, trung bình cả năm từ 20-40 ngày. So với ngành, DCM là doanh nghiệp có số ngày tồn kho thấp nhất, trung bình 35 ngày so với 90-100 ngày của ngành.

BIỂU ĐỒ 51: Cơ cấu các khoản mục trong hàng tồn kho



Nguồn: BCTC, FPT Research

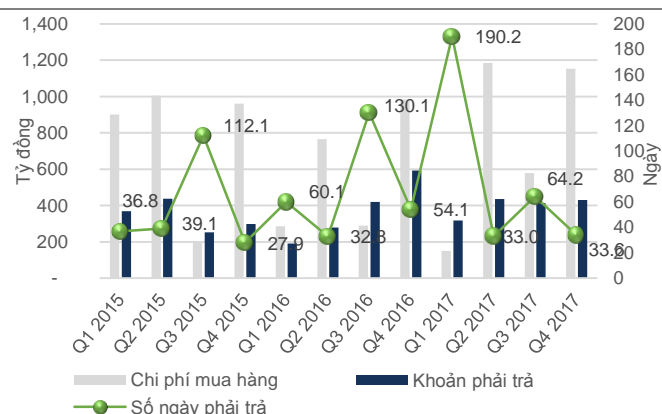
Nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu hàng tồn kho: Tỷ trọng nguyên vật liệu trong hàng tồn kho đã tăng đều từ mức 25% năm 2012 lên 58% năm 2017 do DCM triển khai nhà máy sản xuất urea Humate nên cần tích trữ nguyên liệu. So với DPM, hàng tồn kho của DCM thấp hơn rất nhiều, 337 tỷ so với 1.200 tỷ năm 2017 do DPM phân phối phân bón nhập khẩu. Thời gian tới, với việc DCM cũng sẽ đẩy mạnh lĩnh vực phân phối và xây dựng nhà máy NPK nên chúng tôi đánh giá hàng tồn kho của DCM sẽ tăng ngày càng nhiều (và tỷ trọng hàng hóa trong HTK cũng sẽ gia tăng khi DCM triển khai phân phối sản phẩm nhập khẩu), tuy nhiên đó điều cần thiết và hợp lý.

Chính sách quản trị hàng tồn kho: Do DCM không lưu trữ nguyên liệu khí (Hàng tồn kho chủ yếu là các loại phụ gia, hóa chất, bao bì, phân NPK nhập khẩu..) trong khi sản phẩm đầu ra nhanh

chóng được tiêu thụ (số ngày tồn kho <20 ngày) và phân bón có hạn sử dụng đến 3 năm nên chính sách quản trị hàng tồn kho không ảnh hưởng nhiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

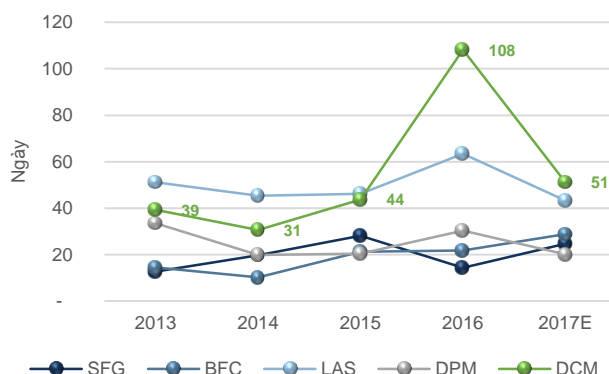
2.4. Tình hình quản trị khoản phải trả

BIỂU ĐỒ 52: Khoản phải trả theo quý và số ngày phải trả



Nguồn: BCTC, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 53: Khoản phải trả và số ngày phải trả các DN phân bón



Nguồn: BCTC, FPTs Research

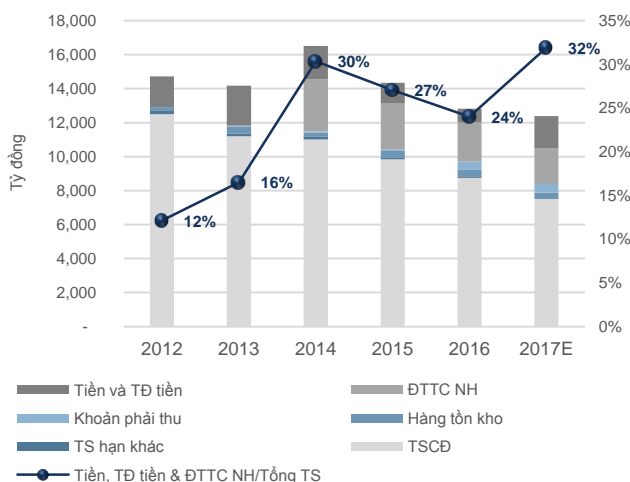
Nhà cung cấp lớn nhất của DCM là GAS, đơn vị cung cấp nguyên liệu khí. DCM phụ thuộc hoàn toàn vào nhà cung cấp này, tuy nhiên GAS và DCM đều là công ty con của PVN nên rủi ro tác động từ phía nhà cung cấp đối với DCM tương đối thấp.

Thông thường vào quý 4, DCM thường tăng mạnh công suất nhà máy do nhu cầu phân bón lúc này tăng cao và giá cả cao hơn các thời điểm khác, thời gian còn lại trong năm nhà máy hoạt động ổn định và nhu cầu nguyên liệu khí cũng không biến động nhiều. Tuy nhiên do vào quý 2 và quý 4 lượng tiêu thụ tăng vọt nên đã làm cho chi phí mua hàng tăng mạnh, kéo vòng quay khoản phải trả tăng lên và số ngày phải trả giảm so với 2 quý còn lại.

So với ngành, số ngày phải trả của DCM cao hơn vượt trội, trung bình 5 năm qua số ngày phải trả của DCM là 68 ngày so với 25 ngày của doanh nghiệp đầu ngành DPM và 30 ngày của trung bình ngành. Giúp DCM hạn chế được nhu cầu vốn lưu động và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Tuy nhiên về dài hạn chúng tôi đánh giá DCM khó giữ được phong độ trên do khi dự án nhà máy NPK đi vào hoạt động thu mua nguyên liệu hoặc hàng hóa sẽ tăng mạnh vì đặc thù sản xuất phân NPK cần phải tích trữ nguyên liệu.

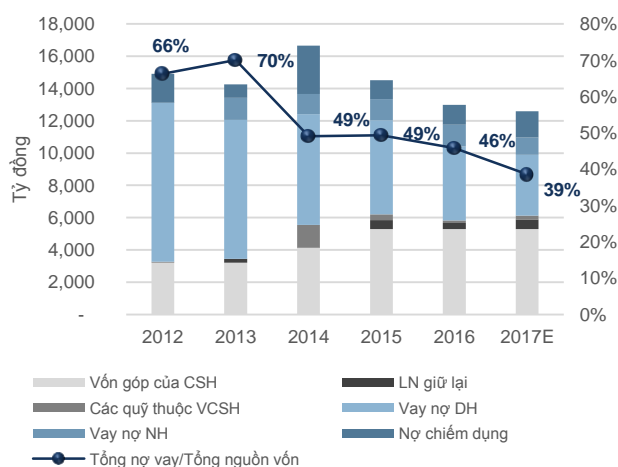
2.5. Khấu hao tài sản và capex

BIỂU ĐỒ 54: Cơ cấu tài sản 2012-2017



Nguồn: BCTC, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 55: Cơ cấu nguồn vốn 2012-2017

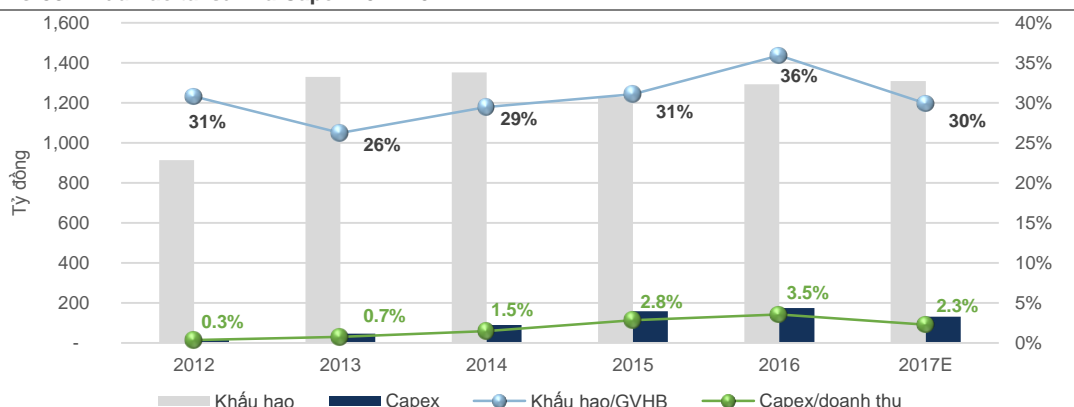


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Trong cơ cấu tài sản của DCM, Tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn nhất nhưng đang giảm mạnh do khấu hao, trong khi đó khoản mục Tiền, Tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn đang

ngày càng tăng cao. Ở phía nguồn vốn, Giai đoạn trước năm 2015 nợ vay dài hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất với 70% tổng nguồn vốn nhưng do DCM tích cực trả nợ gốc nên đến năm 2017 tổng nợ vay trên tổng nguồn vốn đã giảm về 39% và Vốn góp của Chủ sở hữu trở thành khoản mục lớn nhất trong tổng nguồn vốn.

BIỂU ĐỒ 56: Khấu hao tài sản và Capex 2012-2022



Nguồn: FPT Research

Chi phí khấu hao hàng năm khoảng 1.300 tỷ: Đây là chi phí chiếm tỷ trọng lớn thứ 2 sau chi phí nguyên vật liệu. Theo nguyên tắc khấu hao của DCM, máy móc và thiết bị sẽ được khấu hao từ 5-12 năm, nhà cửa và kiến trúc là 5-25 năm. Do nhà máy của DCM hoàn thành năm 2012 nên đến nay vẫn còn khấu hao rất cao. Theo ước tính của chúng tôi gánh nặng chi phí khấu hao vẫn duy trì ít nhất đến năm 2023.

Tỷ trọng khi phí khấu hao chiếm khoảng 30% tổng giá vốn hàng bán của DCM, mức chi phí này cao hơn nhiều so với tỷ trọng 6% của DPM. Tuy nhiên do nhà máy Đạm Cà Mau còn mới nên trong 5 năm tới chi phí bảo dưỡng (định kỳ 2 năm một lần) sẽ không tăng đột biến, do đó chúng tôi dự phóng chi phí khấu hao của riêng nhà máy Đạm Cà Mau sẽ không biến động nhiều trong thời gian dự phóng đến năm 2022.

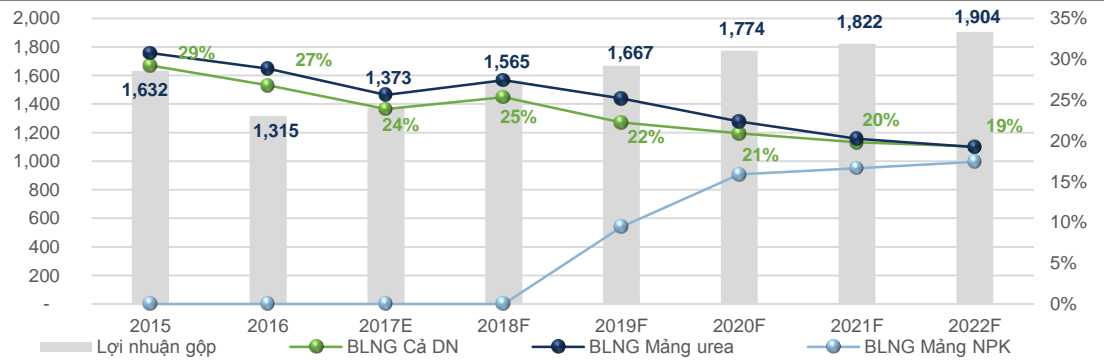
Chi tiêu vốn cho tài sản cố định (CAPEX) dự phóng tiếp tục tăng: DCM đang đẩy mạnh mở rộng hệ thống phân phối, kho bãi, trong bối cảnh cạnh tranh trong ngành gay gắt và công ty đang chuẩn bị lấn sang mảng sản xuất phân NPK. Cho năm 2018 chúng tôi dự phóng Capex sẽ đạt 318 tỷ, đến năm 2019 khi nhà máy NPK được hoàn thành thì các chi phí đầu tư còn lại của nhà máy sẽ được tắt đoán và dự phóng Capex năm 2019 khoảng 570 tỷ, giai đoạn sau đó chúng tôi dự phóng Capex duy trì bằng với trung bình 5 năm trước đây là 3% doanh thu.

Đối với nhà máy NPK, kết hợp thông tin được chia sẻ từ doanh nghiệp và đặc thù thời gian khấu hao máy móc, nhà xưởng của các nhà máy NPK tại Việt Nam, chúng tôi dự phóng chi phí khấu hao theo phương pháp đường thẳng, cụ thể máy móc và thiết bị là 10 năm, nhà cửa vật kiến trúc 12 năm và các chi phí khác là 5 năm.

2.6. Tác động của thuế VAT

Trong mô hình dự phóng của chúng tôi, giả định phân bón vẫn thuộc diện không chịu thuế Giá trị gia tăng (VAT) do đó không được khấu trừ thuế VAT đầu vào. Tuy nhiên chúng tôi đưa ra **quan điểm khả quan việc sản phẩm phân bón (bao gồm tất cả các loại phân chính như Urea, NPK, DAP, MAP, Kali...) được chuyển sang diện chịu thuế VAT**, nhưng quyết định có đưa mặt hàng phân bón vào diện chịu thuế VAT hay không và mức thuế VAT là 0%, 5% hay 10% còn phụ thuộc vào cuộc họp của Quốc hội, kỳ vọng vào kỳ họp thứ 5 Quốc hội khóa XIV, dự kiến khoảng tháng 6/2018, hoặc chậm nhất là kỳ họp thứ 6 vào tháng 11/2018. Nếu được thông qua có thể có hiệu lực từ năm 2019.

Trong trường hợp được chuyển sang diện chịu thuế VAT, kết hợp với dự phóng chi phí đầu vào của chúng tôi như trên, hàng năm DCM có thể tiết giảm từ 200-250 tỷ chi phí trước thuế thu nhập doanh nghiệp so với số liệu dự phóng hiện tại (**mô hình dự báo lợi nhuận của chúng tôi chưa tính đến các khoản chi phí tiết giảm kể trên**).

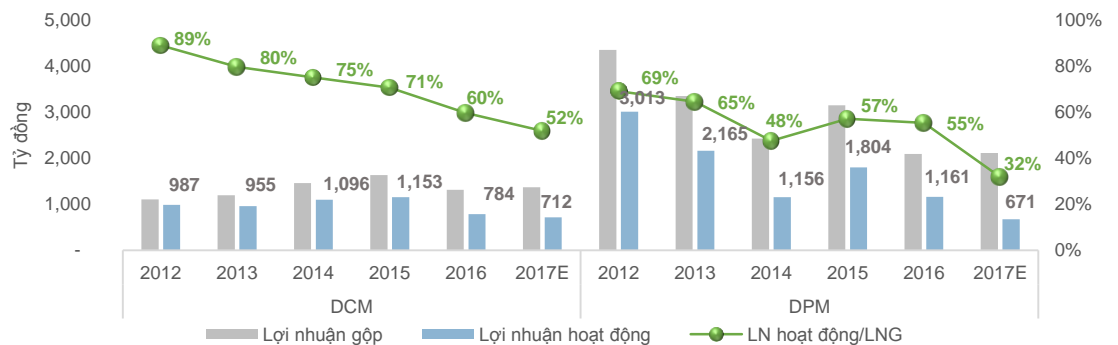
BIỂU ĐỒ 57: Dự phóng lợi nhuận gộp và Biên lợi nhuận gộp


Nguồn: FPTs Research

BLNG của cả doanh nghiệp nhìn chung sẽ giảm do màng phân NPK có BLNG thấp và BLNG của màng urea cũng suy giảm do giá urea tăng nhưng chính sách điều tiết giá khí sẽ đẩy giá khí lên và kéo BLNG urea suy giảm. Tuy nhiên, Lợi nhuận ròng vẫn tăng đều và đến giai đoạn sau năm 2023 sẽ tăng mạnh.

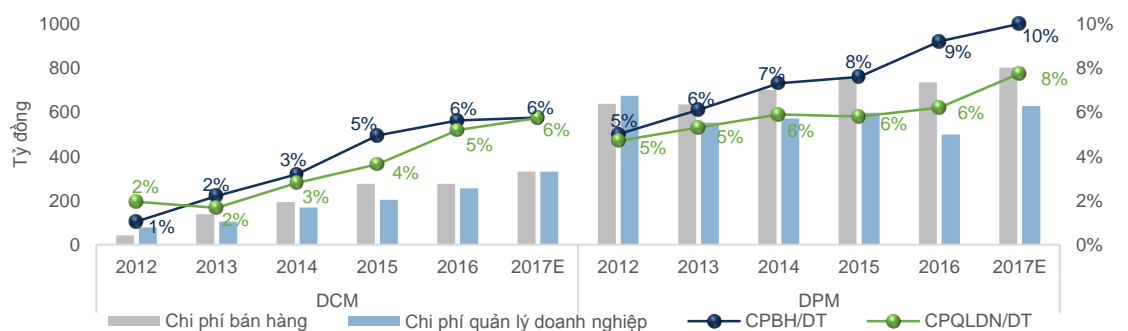
3. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh

Lợi nhuận hoạt động (LNHĐ) và tỷ lệ Lợi nhuận hoạt động/Lợi nhuận gộp (LNHĐ/LNG) ngày càng giảm do chi phí hoạt động ngày càng tăng.

BIỂU ĐỒ 58: Lợi nhuận hoạt động DCM và DPM 2012-2017


Nguồn: BCTC, FPTs Research

Lợi nhuận gộp sụt giảm do giá phân urea giảm trong khi lượng tiêu thụ vẫn tăng nên DCM phải duy trì lực lượng bán hàng, quản lý doanh nghiệp lớn là nguyên nhân chính làm cho LNHĐ giảm. Từ năm 2012 đến 2016 LNHD của DCM luôn thấp hơn DPM nhưng năm 2017 DCM chính thức vượt mặt DPM do DPM chịu ảnh hưởng mạnh từ việc giá dầu tăng, biên BLNG giảm mạnh hơn.

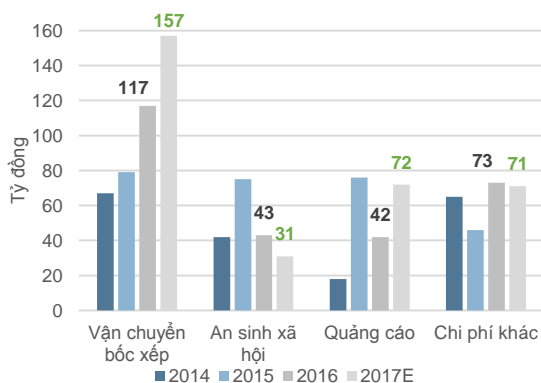
BIỂU ĐỒ 59: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp DCM và DPM 2012-2017


Nguồn: BCTC, FPTs Research

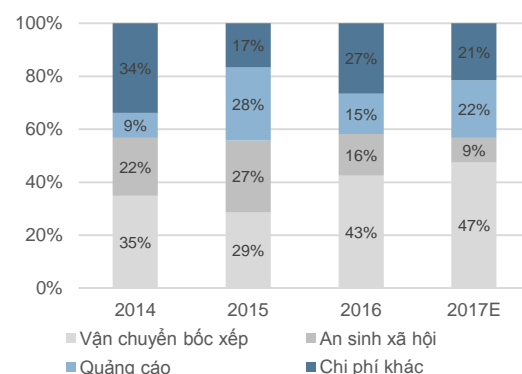
Chi phí bán hàng (CPBH) và Chi phí quản lý doanh nghiệp (CP QLDN) của DCM thấp hơn DPM rất nhiều khi bộ máy hoạt động của DCM hiện đơn giản hơn DPM. Tuy nhiên tốc độ tăng 2 chi phí

này của DCM đang rất nhanh và khả năng tiếp tục tăng cao ít nhất đến năm 2020 khi nhà máy NPK đi vào hoạt động ổn định, dự phóng CPBH sẽ tăng mạnh trong cả 2 năm 2018-2019 trong khi CP QLDN chỉ tăng mạnh trong năm 2019 khi nhà máy NPK đi vào hoạt động.

Mặc dù chi phí hoạt động đang tăng nhanh nhưng chúng tôi không cảm thấy quá lo ngại do chi phí bán hàng đang tăng ở mức độ phù hợp với nhịp tăng trưởng của doanh nghiệp, trong khi chi phí Quản lý doanh nghiệp tăng chủ yếu do chi cho Quỹ nghiên cứu phát triển và trích lập Lợi thể kinh doanh. Hơn nữa DCM chỉ đầu tư vào hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực phân bón sẽ phòng ngừa được rủi ro từ đầu tư trái ngành.

BIỂU ĐỒ 60: Cơ cấu chi phí bán hàng 2014-2017


Nguồn: BCTC, FPTS Research

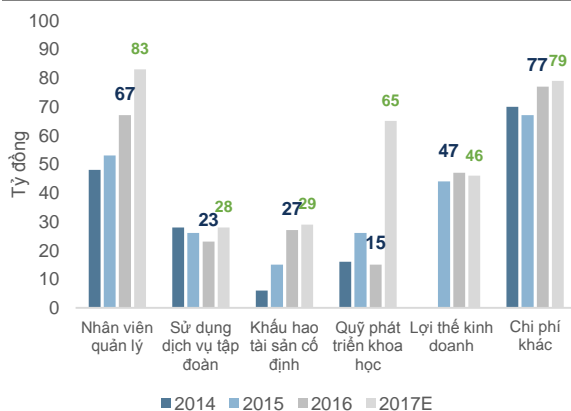
BIỂU ĐỒ 61: Tỷ trọng chi phí bán hàng 2014-2017


Nguồn: BCTC, FPTS Research

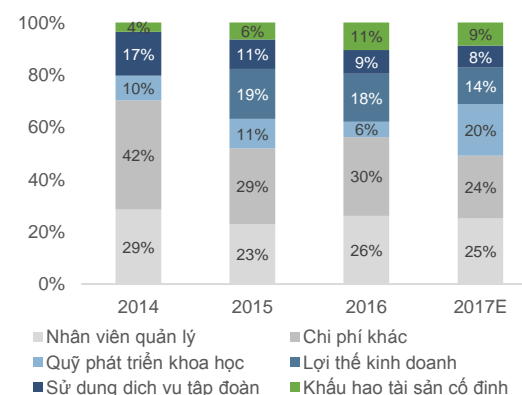
Chi phí vận chuyển chiếm tỷ trọng lớn nhất trong chi phí bán hàng của DCM (tương tự như DPM), tỷ trọng năm 2017 là 47%, tăng mạnh so với năm 2017 do giá dầu tăng ảnh hưởng đến cước phí vận chuyển.

Chi phí nhân viên bán hàng của DCM rất thấp so với DPM (năm 2017 là 25 tỷ so với 90 tỷ của DPM) do DCM phân phối cho các đại lý lớn, chuỗi bán hàng rất ngắn. So với hình thức phân phối của DPM, DCM đã tiết kiệm được 60-70 tỷ chi phí nhân viên bán hàng mỗi năm. Tổng số lao động của công ty năm 2016 là 889 người nhưng bộ phận kinh doanh chỉ vỏn vẹn 39 người. Tuy nhiên hình thức phân phối này đã khiến giá urea Cà Mau thấp hơn tương đối so với giá urea Phú Mỹ (tham khảo giá phân bón [tại đây](#)).

Trong thời gian dự phóng, chúng tôi dự phóng CPBH theo các khoản mục nhỏ. Chi phí vận chuyển biến động theo sản lượng và giá dầu, chi phí quảng cáo tăng theo doanh thu.

BIỂU ĐỒ 62: Cơ cấu chi phí Quản lý doanh nghiệp


Nguồn: BCTC, FPTS Research

BIỂU ĐỒ 63: Tỷ trọng chi phí Quản lý doanh nghiệp


Nguồn: BCTC, FPTS Research

Chi phí nhân viên quản lý và chi phí khác là 2 chi phí lớn nhất trong CP QLDN, tỷ trọng năm 2017 lần lượt là 25 và 24%. Chi phí cho Quỹ phát triển khoa học là chi phí tăng mạnh nhất, +433% yoy.

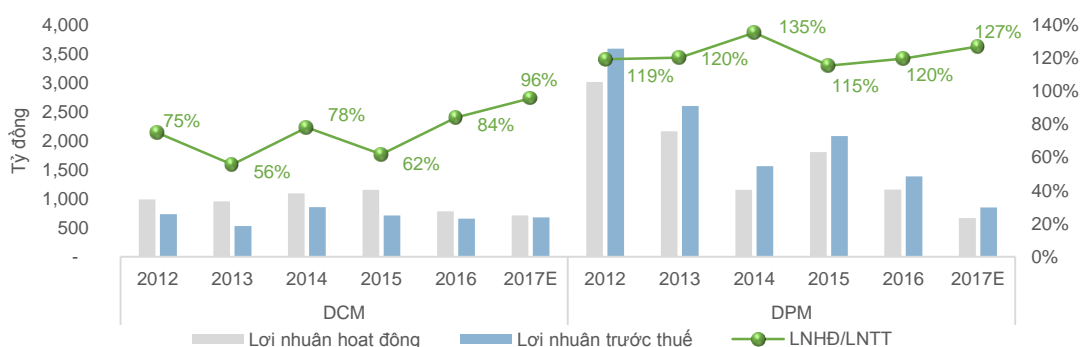
Từ khi DCM chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần, DCM đã phân bổ chi phí Lợi thế kinh doanh mỗi năm khoảng 47 tỷ và đến hết năm 2017 DCM đã hoàn tất việc phân bổ này, do đó từ năm 2018 sẽ tiết giảm đáng kể chi phí quản lý doanh nghiệp.

DCM là doanh nghiệp hiếm hoi trong ngành phân bón mạnh tay chi tiêu cho nghiên cứu phát triển. Theo Báo cáo soát xét giữa niên độ năm 2017, hàng năm DCM được trích lập không quá 10% thu nhập tính thuế cho quỹ Nghiên cứu phát triển. Năm 2017, DCM đã trích lập 65 tỷ, tương đương 10% thu nhập chịu thuế, cho quỹ này. Mặc dù việc trích lập sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty nhưng về lợi ích dài hạn, các hoạt động nghiên cứu phát triển sẽ tạo động lực tăng trưởng bền vững cho DCM. Điển hình như những bộ sản phẩm mới mang tính đột phá như phân bón Urea Humate, hoặc phân bón hữu cơ phục vụ cho nông nghiệp hữu cơ còn dư địa tăng trưởng vô cùng lớn.

4. Lợi nhuận trước thuế

Tỷ lệ lợi nhuận trước thuế/ Lợi nhuận hoạt động (LLTT/LNHĐ) luôn nhỏ hơn 100% nhưng đang cải thiện, cho thấy áp lực chi phí tài chính và chi phí khác lên lợi nhuận của DCM đang giảm dần.

BIỂU ĐỒ 64: Tình hình lợi nhuận trước thuế DCM và DPM 2012-2017

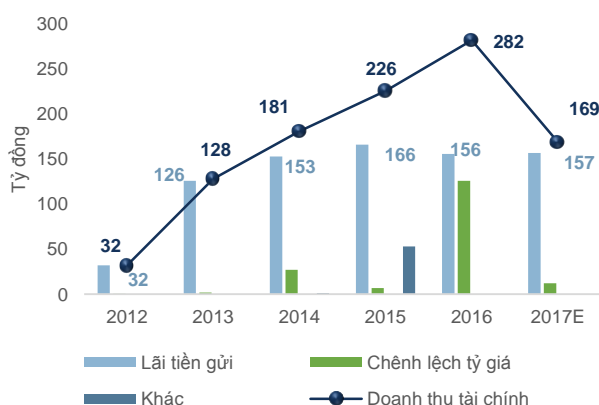


Nguồn: BCTC, FPTC Research

Vay nợ nhiều, bao gồm cả ngoại tệ, để xây dựng nhà máy đã tạo áp lực rất lớn đến chi phí tài chính (trả lãi và chênh lệch tỷ giá) của DCM, đặc biệt từ năm 2013 khi các khoản vay hết thời gian ân hạn. Tuy nhiên việc hoạt động sản xuất kinh doanh có hiệu quả, tạo ra dòng tiền lớn nên DCM đã chi trả nợ gốc rất lớn hàng năm, do đó nợ gốc giảm dần và chi phí trả lãi cũng đã bắt đầu giảm đáng kể.

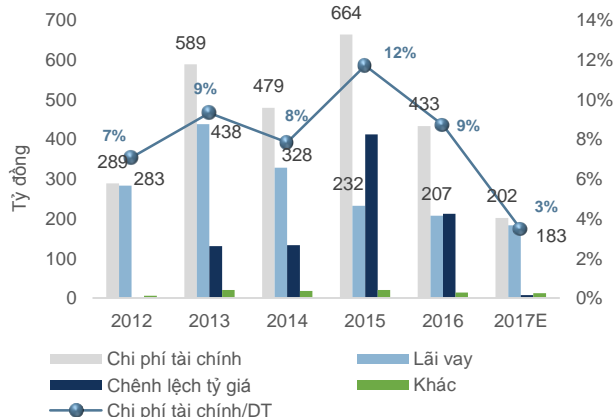
Trong dài hạn, với việc DCM vẫn tạo ra dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lớn cùng với nợ gốc đang được tích cực trả, kết hợp với việc công ty hiện có trên 3.000 tỷ tiền gửi có kỳ hạn, chúng tôi đánh giá tỷ lệ LNHH/LNHHĐ của DCM sẽ cải thiện trên 100% như DPM - doanh nghiệp luôn có trên 3.500 tỷ tiền gửi và hầu như không vay nợ trước năm 2017.

BIỂU ĐỒ 65: Doanh thu tài chính DCM 2012-2017



Nguồn: BCTC, FPTC Research

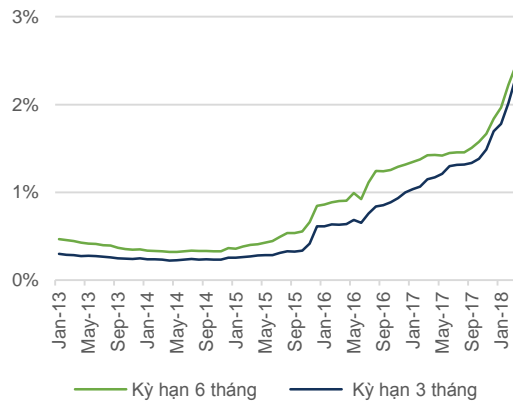
BIỂU ĐỒ 66: Chi phí tài chính DCM 2012-2017



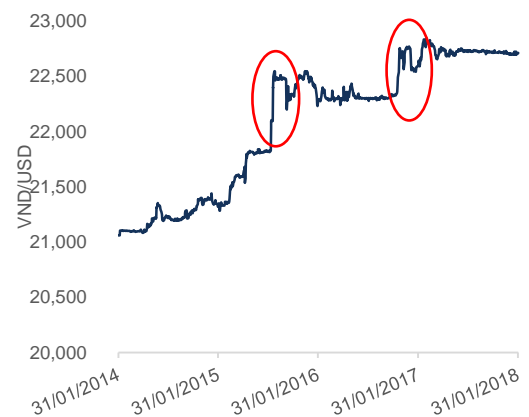
Nguồn: BCTC, FPTC Research

Trong doanh thu tài chính, lãi tiền gửi chiếm tỷ trọng lớn nhất và ổn định trong khoảng 160 tỷ mỗi năm. Do DCM chỉ có 1 công ty con là PBP nên các thu nhập từ công ty con khá khiêm tốn, dưới 10 tỷ mỗi năm do công ty này cũng chủ yếu cung cấp bảo hiểm cho DCM.

Đối với chi phí tài chính, chi phí lãi vay là khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất nhưng chênh lệch tỷ giá cũng ảnh hưởng khá mạnh đến chi phí tài chính, đặc biệt trong năm 2015 và 2016. Nợ vay của DCM chủ yếu là khoản vay xây dựng nhà máy urea vào năm 2012, và bằng đồng USD, lãi suất vay được tính bằng Lãi suất Libor kỳ hạn 6 tháng cộng với biên độ dao động 2,5% và thời gian trả nợ từ 9-12 năm.

BIỂU ĐỒ 67: Biến động lãi suất Libor đồng USD


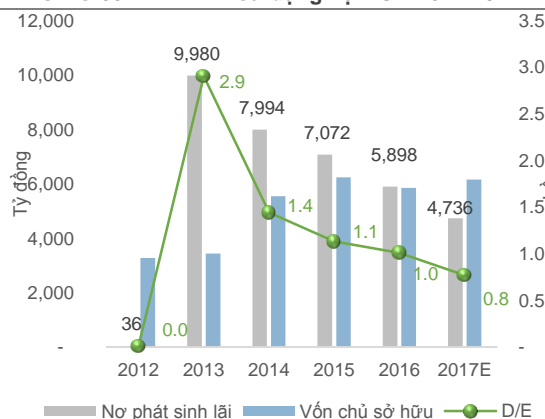
Nguồn: BCTC, FPTC Research

BIỂU ĐỒ 68: Biến động tỷ giá VND/USD 2014-2018


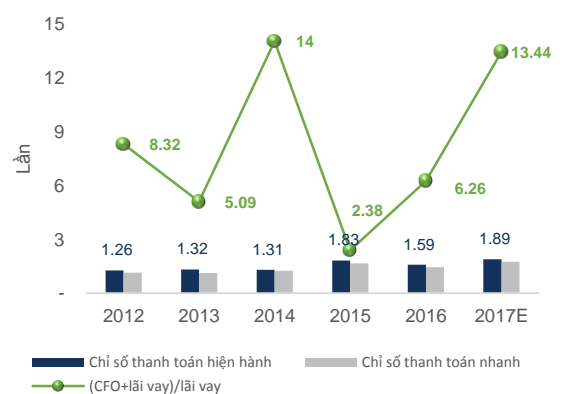
Nguồn: BCTC, FPTC Research

Lãi suất Libor từ năm 2013 đến năm 2017 đã tăng mạnh, điều này tác động tiêu cực lên DCM khi giai đoạn này công ty có nhiều nợ vay trong khi lượng tiền gửi vẫn thấp hơn tương đối so với nợ vay. Giai đoạn 2013-2015 lãi suất chủ yếu đi ngang và DCM tích cực trả nợ gốc (khoảng 10% nợ gốc) nên chi phí tiền lãi giảm mạnh (quan sát biểu đồ 66) nhưng từ cuối năm 2015-2017 lãi suất Libor tăng mạnh đã khiến chi phí lãi vay chỉ giảm nhẹ mặc dù DCM vẫn trả nợ gốc đều đặn.

Năm 2017 tỷ giá chủ yếu đi ngang nên DCM đã tiết giảm được hơn 200 tỷ chi phí tài chính so với năm 2016. Điều này cho thấy DCM chịu khá nhiều rủi ro tỷ giá. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi dự báo VND tiếp tục mất giá khoảng 2% mỗi năm so với USD, nhưng phần lỗ từ chênh lệch tỷ giá sẽ giảm đáng kể do DCM đã cơ cấu các khoản vay ngoại tệ sang nội tệ.

BIỂU ĐỒ 69: Tình hình sử dụng nợ DCM 2012-2017


Nguồn: BCTC, FPTC Research

BIỂU ĐỒ 70: Khả năng thanh toán lãi vay và trả nợ


Nguồn: BCTC, FPTC Research

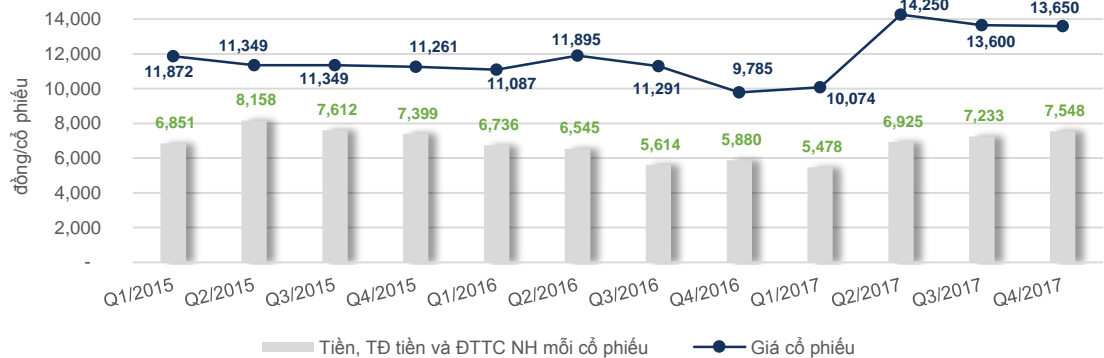
Nợ vay bắt đầu thấp hơn Vốn chủ sở hữu từ năm 2017: Việc hàng năm DCM trả nợ gốc trung bình khoảng 1.200 tỷ đã góp phần làm cho tỷ lệ nợ vay trên Vốn chủ sở hữu (D/E) giảm xuống dưới 1, tương ứng với việc nợ vay đã thấp hơn vốn chủ sở hữu và rủi ro nợ vay giảm đáng kể.

DCM là doanh nghiệp sử dụng nợ vay nhiều nhất ngành: Số dư nợ vay đến cuối năm 2017 là 4.736 tỷ, giảm mạnh và đều đặn so với đỉnh điểm 9.980 tỷ vào năm 2013. Tuy nhiên vẫn còn cao hơn rất nhiều so với nợ vay của một số doanh nghiệp đầu ngành, DPM chỉ 629 tỷ và BFC là 1.900 tỷ.

tỷ. Nguyên nhân đến từ khoản vay xây dựng nhà máy urea từ năm 2012. Trong thời gian tới DCM dự kiến sẽ vay hơn 600 tỷ (70% chi phí xây dựng nhà máy NPK).

Tuy nhiên DCM không sử dụng nợ ngắn hạn nên khả năng thanh toán tương đối tốt: Chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh đang tăng dần qua các năm cùng với chỉ số CFO chia lãi vay cũng rất cao cho thấy rủi ro thanh khoản của DCM rất thấp dù công ty sử dụng nhiều nợ.

BIỂU ĐỒ 71: Tiền, Tương đương tiền và Đầu tư Tài chính ngắn hạn trên mỗi cổ phần



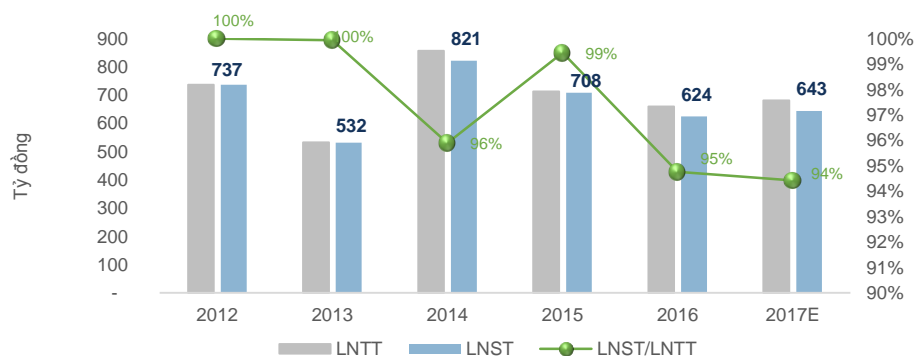
Nguồn: BCTC, FPTS Research

Đến ngày 31/12/2017 DCM còn 3.996 tỷ tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn (ĐTTTC NH), tương đương với 7.548 đồng/cổ phiếu, trong khi thị giá tại ngày 30/3/2018 chỉ là 12.250 đồng/cp. Ngoài ra, tổng tiền, tương đương tiền và ĐTTTC NH cũng bằng 85% số dư nợ vay vào cùng thời điểm, do đó chúng tôi nhận thấy rủi ro mất thanh khoản là khá thấp.

5. Lợi nhuận sau thuế

Tỷ lệ Lợi nhuận sau thuế/Lợi nhuận trước thuế (LNST/LNTT) tương đối cao nhưng ngày càng giảm do DCM hoạt động thêm những lĩnh vực không được hưởng ưu đãi thuế Thu nhập doanh nghiệp.

BIỂU ĐỒ 72: Tình hình Lợi nhuận sau thuế 2012-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Lợi nhuận sau thuế của DCM khá biến động trong giai đoạn 2012-2014 khi giá phân urea bị biến động mạnh ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận. Đến giai đoạn 2015-2017 LNST ít bị biến động hơn do hệ quả của quá trình điều tiết giá nguyên liệu khí của PVN theo hợp đồng. LNST năm 2017 đạt 643 tỷ, +3% yoy

Năm 2018 chúng tôi dự phóng lợi nhuận của DCM vẫn không có nhiều đột biến do PVN vẫn trợ cấp giá khí để đảm bảo ROE cuối năm đạt 12%. Dự phóng LNST hợp nhất sẽ đạt 680 tỷ, tăng 5% so với năm 2017.

DCM được hưởng lợi ưu đãi thuế Thu nhập doanh nghiệp (TNDN) rất lớn: Thuế suất thực của DCM thấp nhất ngành, Lợi nhuận từ nhà máy Đạm Cà Mau được hưởng ưu đãi thuế TNDN 10% trong vòng 15 năm (2011-2024), miễn 100% trong 4 năm đầu (2012-2015), giảm 50% trong

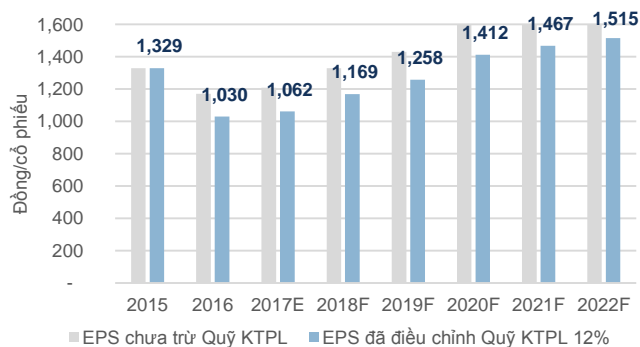
9 năm tiếp theo (2016-2023 thuế suất là 5%) và năm 2024 là 10%, sau đó theo thuế suất theo quy định.

BẢNG 7: Thuế suất thuế TNDN theo từng mảng/nhà máy

	2012-2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nhà máy Đạm Cà Mau	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Nhà máy NPK	0%	0	0%	0%	0%	0%	10%
Nhà máy bao bì	0%	0	0%	0%	0%	5%	5%
Lĩnh vực khác	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Thuế suất thực	2.7%	5,6%	7%	6%	6%	6%	7%

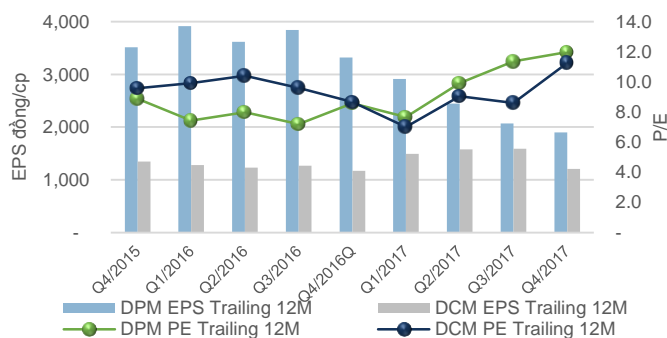
Nguồn: FPTs research

BIỂU ĐỒ 73: Thu nhập trên mỗi cổ phần - EPS 2012-2022



Nguồn: BCTC, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 74: EPS trailing 12 tháng và PE của DCM và DPM



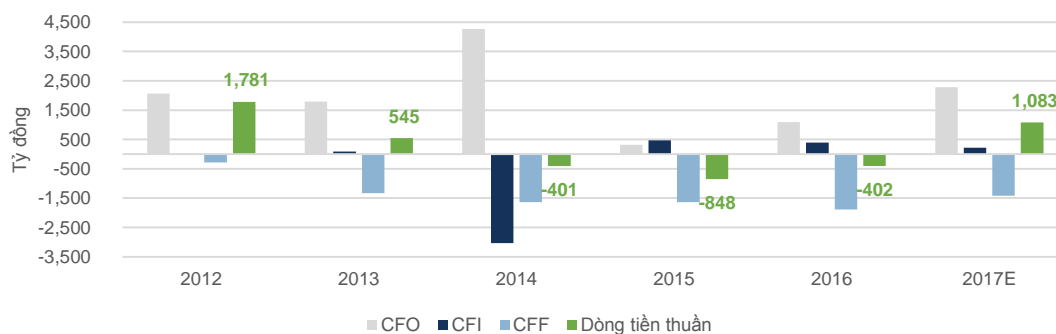
Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) năm 2017 đạt 1.062 đồng/cp, sau khi điều chỉnh 12% Quỹ KTPL. Giai đoạn đến năm 2022, chúng tôi dự phóng EPS sẽ tăng trưởng ổn định khi DCM chưa có kế hoạch tăng vốn chủ trong khi lợi nhuận đang dần cải thiện. So với một số doanh nghiệp khác trong ngành, EPS của DCM tỏ ra khá khiêm tốn, nhưng sau giai đoạn đến năm 2023 nhà máy Urea hết khấu hao thì EPS sẽ tăng rất mạnh.

So với DPM, EPS trailing 12 tháng của DCM thấp hơn nhưng đang dần bắt kịp do lợi nhuận của DPM sụt giảm mạnh đã kéo EPS giảm theo. Tuy nhiên khi xét đến chỉ số PE T12M, trong năm 2017 cổ phiếu DCM lại được giao dịch ở mức PE thấp hơn dù trước đó liên tục cao hơn DPM.

6. Phân tích dòng tiền

BIỂU ĐỒ 75: Dòng tiền của DCM giai đoạn 2012-2017



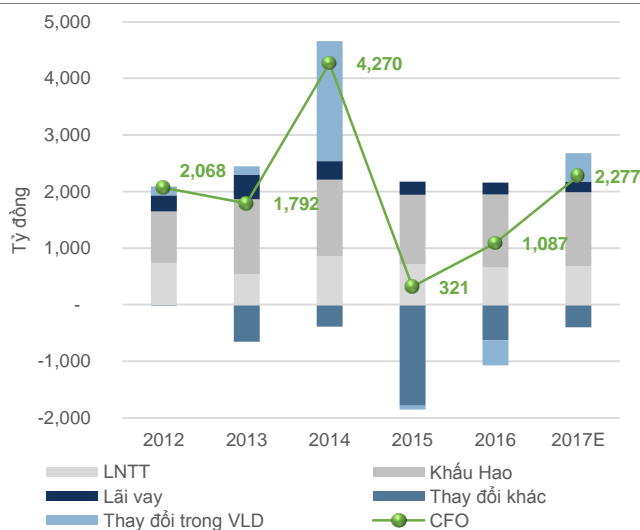
Nguồn: BCTC, FPTs Research

Dòng tiền thuần sau giai đoạn liên tục giảm trong giai đoạn 2014-2016, đến năm 2017 đã dương trở lại, tác động từ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) tăng mạnh do DCM đã hoàn tất các khoản chuyển giao và phải trả cho PVN vào cuối năm 2016.

Nguyên nhân dẫn đến dòng tiền thuần bị âm do 2 yếu tố trong dòng tiền từ hoạt động tài chính (CFF) gây ra là chi trả nợ gốc và chi trả cổ tức khi mỗi năm DCM chi trả nợ khoảng 1.200 tỷ và cổ tức trung bình đạt 400-500 tỷ.

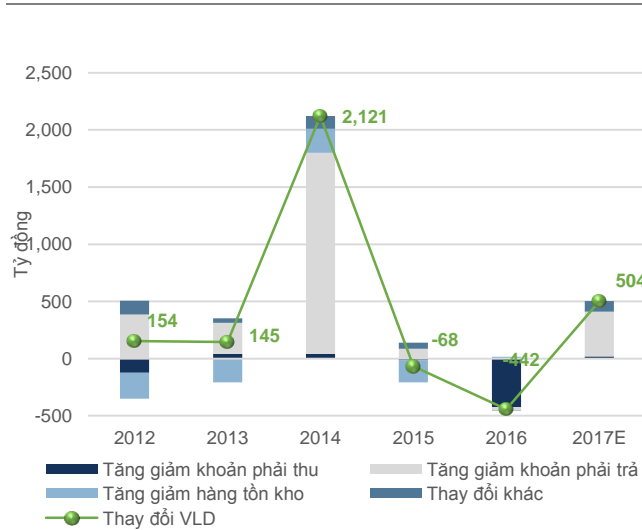
6.1. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh – CFO

BIỂU ĐỒ 76: Những thay đổi trong CFO 2012-2017



Nguồn: BCTC, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 77: Những thay đổi trong Vốn lưu động



Nguồn: BCTC, FPTs Research

Mặc dù CFO khá biến động nhưng dòng tiền từ 3 yếu tố Lợi nhuận, Lãi vay và Khấu hao khá ổn định ở mức xấp xỉ 2.220 tỷ mỗi năm. Việc ba yếu tố cốt lõi này ổn định thể hiện sức mạnh dòng tiền của DCM khá tốt.

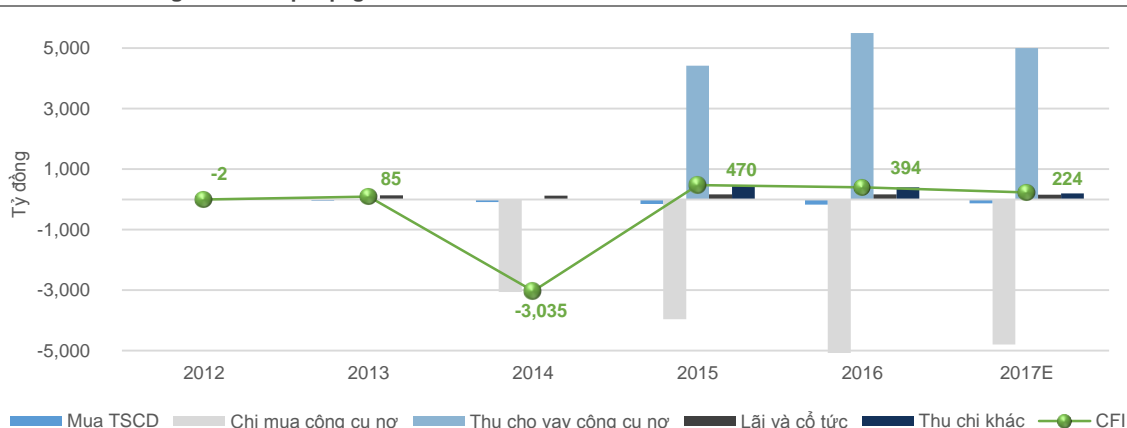
Thay đổi trong Vốn lưu động (VLD) và thay đổi khác là nguyên nhân chính làm cho CFO biến động mạnh. Tuy nhiên từ năm 2016 khi DCM hoạt động ổn định, các khoản phải trả và chuyển giao về PVN trong quá trình cổ phần hóa đã được tất toán thì 2 yếu tố trên không còn biến động nhiều và góp phần cải thiện CFO rõ rệt.

Việc CFO đang cải thiện và sẽ ổn định hơn bên cạnh yếu tố chính trong CFO vẫn là Lợi nhuận và Khấu hao sẽ giúp DCM chủ động hoạch định được nguồn tiền từ hoạt động kinh doanh tốt hơn. Đây là chuyển biến rất tích cực trong bối cảnh DCM sẽ đối mặt với những khó khăn nhất định về chi phí nguyên liệu trong tương lai.

Vốn lưu động ít biến động và những thành phần khác đang được kiểm soát rất tốt. VLD chỉ bị biến động mạnh và năm 2014 khi DCM cổ phần hóa và phát sinh khoản phải trả PVN 1.756 tỷ, nhưng công ty đã nhanh chóng giải quyết vào năm 2015.

6.2. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư – CFI

BIỂU ĐỒ 78: Dòng tiền từ hoạt động đầu tư 2012-2017



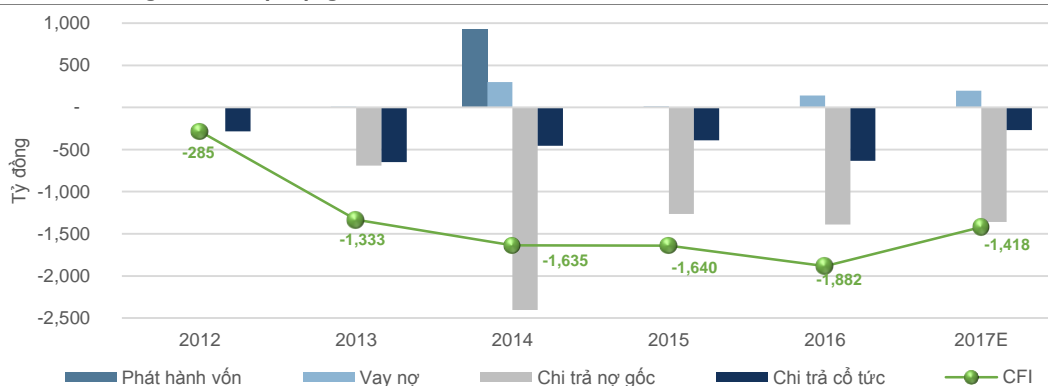
Nguồn: BCTC, FPTs Research

Dòng tiền từ hoạt động đầu tư (CFI) khá ổn định, ngoại trừ năm 2014 DCM chi 3.068 tỷ gửi ngân hàng. Khoản tiền gửi này có kỳ hạn từ 3 đến dưới 12 tháng tại các ngân hàng thương mại.

Hàng năm các dòng tiền chi (thu) mua (bán) các công cụ nợ có giá trị lên đến gần 5.000 tỷ. Tuy nhiên đây chỉ là dòng tiền xoay vòng khoản tiền gửi ngắn hạn của DCM.

6.3. Dòng tiền từ hoạt động tài chính – CFF

BIỂU ĐỒ 75: Dòng tiền từ hoạt động tài chính 2012-2017



Nguồn: BCTC, FPT Research

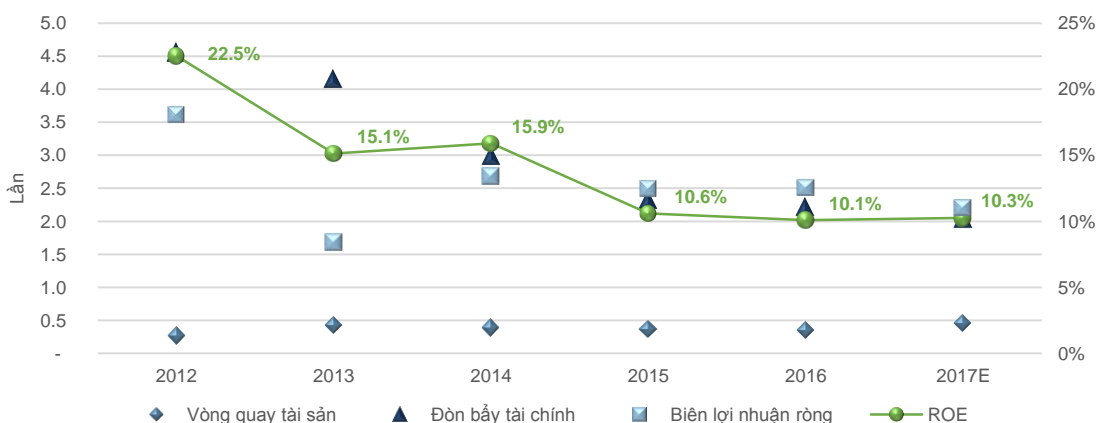
Theo cam kết khi xây dựng nhà máy Đạm Cà Mau, PVN sẽ đóng góp 30% tổng mức đầu tư do đó khi DCM IPO năm 2014 thì PVN đã góp bổ sung 920 tỷ và tác động đến dòng tiền từ hoạt động tài chính (CFF) năm 2014.

Các năm còn lại CFF chủ yếu bị ảnh hưởng bởi cổ tức và trả nợ gốc. Từ khi đi vào hoạt động đến nay DCM hầu như không vay thêm nợ mà ngược lại rất tích cực trả nợ vì thế dòng tiền CFF liên tục âm. Ngoài ra DCM cũng duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức ổn định từ 8-10% mệnh giá mỗi năm nên dòng tiền chi trả cổ tức cũng góp phần làm cho CFF âm.

7. Hiệu quả sử dụng Vốn chủ sở hữu

Chỉ số ROE giai đoạn 2012-2014 khá biến động nhưng giai đoạn 2015-2017 ổn định ở mức 10%.

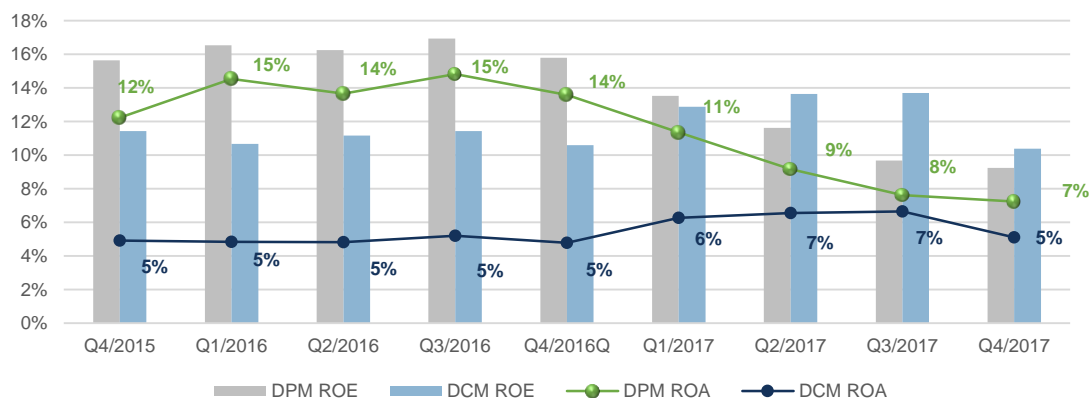
BIỂU ĐỒ 79: Phân tích Dupont ROE giai đoạn 2012-2017



Nguồn: BCTC, FPT Research

Chỉ số ROE bị ảnh hưởng từ cả 3 yếu tố là Vòng quay tài sản, Đòn bẩy tài chính và Biên lợi nhuận ròng, trong đó Biên lợi nhuận ròng ảnh hưởng nhiều nhất và thể hiện rõ ràng nhất trong giai đoạn 2015-2017 khi DCM được nhận trợ cấp giá khí đầu vào để cam kết về chỉ số ROE.

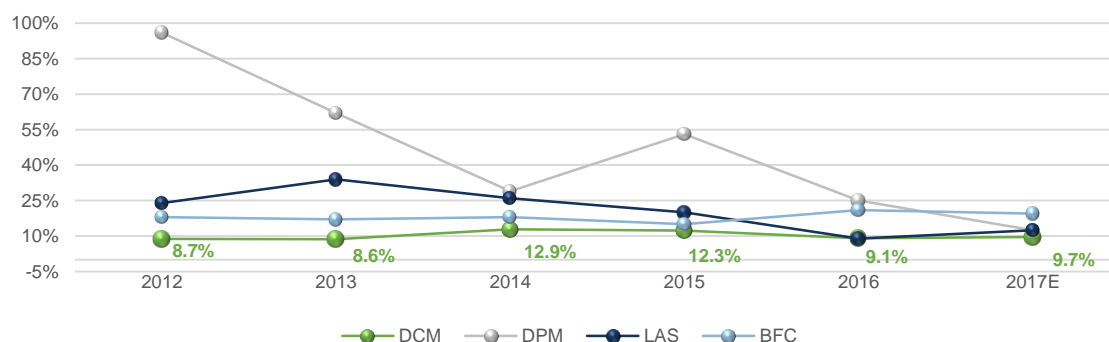
Trong năm 2018, chúng tôi cho rằng chỉ số ROE và các chỉ số thành phần vẫn không có nhiều đột biến do DCM vẫn được PVN trợ cấp giá khí thêm một năm nữa. Tuy nhiên từ năm 2019 trở đi, chúng tôi dự phóng ROE sẽ bị ảnh hưởng ở mức độ vừa phải vì Biên lợi nhuận ròng và đòn bẩy tài chính được dự phóng suy giảm nhưng vòng quay tài sản sẽ tăng lên do DCM phân phối sản phẩm nhập khẩu và tiếp tục khấu hao lớn.

BIỂU ĐỒ 80: So sánh ROE và ROA trailing 12 tháng của DCM và DPM


Nguồn: BCTC, FPTs Research

So với DPM, ROA trailing 12 tháng của DCM luôn thấp hơn đang kể, tuy nhiên đang dần cải thiện trong khi ROA của DPM lại ngày càng giảm do lợi nhuận của DPM giảm mạnh. Xét đến ROE Trailing 12 tháng, từ Quý 2/2017, ROE của DCM đã vượt DPM do DCM được trợ cấp giá khí để đảm bảo ROE đạt 12% trong khi DPM lại phải mua nguyên liệu khí với giá thị trường trong bối cảnh giá nguyên liệu này tăng mạnh theo giá dầu nhưng giá phân bón đầu ra chỉ tăng nhẹ.

Do DCM có nhiều tiền mặt và khác biệt về cấu trúc vốn nên chúng tôi sử dụng thêm chỉ số ROIC⁴ - Lợi nhuận trên Vốn đầu tư- dưới đây để so sánh hiệu quả sử dụng vốn.

BIỂU ĐỒ 81: So sánh ROIC với các doanh nghiệp trong ngành


Nguồn: Các BCTC, FPTs Research

Mặc dù chỉ số ROIC của DCM thấp hơn các doanh nghiệp trong ngành nhưng có mức độ ổn định cao hơn, điều này cũng có thể nhận thấy trong hoạt động kinh doanh của DCM. Lý giải cho chỉ số ROIC của DCM thấp, đến từ việc công ty sử dụng quá nhiều vốn vì nhà máy Đạm Cà Mau rất hiện đại, có công suất lớn lại vừa đi vào vận hành.

Cho năm 2018, chúng tôi ước lượng ROIC sẽ đạt 10,2%, mặc dù thấp hơn WACC mà chúng tôi sử dụng để chiết khấu dòng tiền trong mô hình định giá nhưng chúng tôi đánh giá trong trung và dài hạn chỉ số ROIC của DCM sẽ cải thiện đáng kể khi nợ vay giảm dần và công ty có nhiều tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận.

⁴ ROIC bằng Lợi nhuận hoạt động/Vốn đầu tư hay (Lợi nhuận gộp trừ Chi phí bán hàng và Quản lý doanh nghiệp)/(Vốn chủ sở hữu cộng với Nợ phát sinh lãi sau đó trừ đi Tiền và tương đương tiền).

III. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

Các chỉ số tài chính quan trọng

	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Khả năng sinh lời								
LN gộp/Doanh thu	29,2%	26,8%	23,9%	25,3%	22,2%	20,9%	19,8%	19,3%
EBITDA/Doanh thu	43,0%	41,9%	34,7%	33,9%	28,4%	25,3%	22,8%	20,9%
EBIT/Doanh thu	20,1%	16,0%	12,4%	14,0%	11,3%	10,1%	8,7%	7,6%
LNST/Doanh thu	12,7%	12,7%	11,2%	11,4%	10,1%	10,1%	9,6%	9,3%
ROE	15,7%	10,6%	10,6%	11,8%	12,2%	13,3%	13,2%	13,0%
ROA	4,6%	4,0%	4,7%	5,5%	6,4%	7,6%	8,1%	8,5%
EPS cơ bản	1.329	1.171	1.208	1.329	1.431	1.606	1.668	1.722
EPS điều chỉnh Quỹ KTPL (-12%)	1.329	1.030	1.062	1.169	1.258	1.412	1.467	1.515
Hiệu quả hoạt động								
Số ngày phải thu bình quân	0,6	0,5	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
Số ngày tồn kho bình quân	29	39	31	41	41	46	51	56
Số ngày phải trả bình quân	18	23	25	25	25	25	25	25
Vòng quay TSCĐ	0,5	0,5	0,7	0,9	1,2	1,6	2,3	3,5
Vòng quay Tổng tài sản	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8	0,8	0,9
Khả năng thanh toán								
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,83	1,59	1,89	2,17	2,20	2,31	2,66	3,01
Chỉ số thanh toán nhanh	1,67	1,44	1,75	1,93	1,92	1,98	2,29	2,58
Chỉ số thanh toán tức thời	1,63	1,25	1,55	1,68	1,65	1,69	1,99	2,26
Đòn bẩy tài chính								
Nợ phải trả/VCSH	38,9%	43,4%	42,2%	33,6%	36,2%	37,7%	38,4%	37,8%
Tổng nợ vay/Tổng tài sản	79,4%	70,0%	58,7%	49,1%	37,8%	21,6%	15,7%	8,5%
Tổng nợ vay/VCSH	184,6%	155,2%	119,4%	87,8%	64,3%	33,8%	23,9%	12,5%

Bảng cân đối kế toán

ĐVT: Tỷ đồng

	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
TÀI SẢN								
Tiền & tương đương tiền	1.215	814	1.896	1.413	1.757	2.178	3.306	4.263
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.703	2.300	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100
Khoản phải thu ngắn hạn	80	482	505	529	648	750	833	914
Hàng tồn kho	391	374	373	520	658	848	1.033	1.227
TSNH khác	43	65	36	51	66	77	75	85
Tài sản ngắn hạn	4.431	4.034	4.910	4.613	5.229	5.954	7.347	8.588
TSCĐ hữu hình	9.780	8.771	7.573	6.514	5.780	4.598	3.447	2.271
Đầu tư công ty con, LDLC	-	-	-	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	68	62	32	37	55	59	62	66
TSKH khác	203	99	10	120	108	84	81	98
Tài sản dài hạn	10.052	8.932	7.615	6.671	5.944	4.741	3.590	2.435
TỔNG TÀI SẢN	14.483	12.967	12.526	11.285	11.173	10.695	10.937	11.024
NỢ PHẢI TRẢ								
Nợ vay ngắn hạn	1.319	1.359	1.062	1.062	1.062	1.062	1.062	1.062
Khoản phải trả ngắn hạn	298	688	431	443	564	672	780	807
Phải trả ngắn hạn khác	2.424	2.536	2.599	2.123	2.376	2.581	2.761	2.856
Nợ phải trả ngắn hạn	4.041	4.583	4.092	3.627	4.003	4.315	4.603	4.725
Nợ vay dài hạn	5.753	4.538	3.674	2.772	2.112	1.156	858	471
Phải trả dài hạn khác	73	43	97	77	113	112	122	140
Nợ phải trả dài hạn	5.826	4.581	3.771	2.850	2.225	1.268	980	611
Nợ phải trả	9.868	9.165	7.863	6.477	6.228	5.583	5.583	5.336
LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	-	-	-	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU								
Vốn góp CSH	5.294	5.294	5.294	5.294	5.294	5.294	5.294	5.294
LN giữ lại	543	368	596	738	928	1.199	1.499	1.824
Quỹ khác thuộc CSH	373	161	239	280	350	353	403	438
Vốn chủ sở hữu	6.233	5.850	6.156	6.313	6.572	6.846	7.196	7.556
TỔNG NGUỒN VỐN	14.483	12.967	12.526	11.285	11.173	10.695	10.937	11.024

Báo cáo Hoạt động kinh doanh
ĐVT: Tỷ đồng

	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	5.582	4.910	5.747	6.176	7.501	8.476	9.193	9.875
Giá vốn hàng bán	3.951	3.596	4.374	4.612	5.834	6.702	7.370	7.970
LN gộp	1.632	1.315	1.373	1.565	1.667	1.774	1.822	1.904
Biên LN gộp	29%	27%	24%	25%	22%	21%	20%	19%
Chi phí bán hàng & QLDN	507	531	661	698	818	917	1.026	1.154
EBITDA	2.399	2.056	1.994	2.095	2.134	2.144	2.099	2.069
Khấu hao	1.275	1.272	1.282	1.228	1.284	1.287	1.303	1.318
EBT	1.125	784	712	867	850	857	796	751
Doanh thu tài chính	226	282	169	178	174	196	241	301
Chi phí tài chính	664	433	203	289	215	145	94	57
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	-	-	-
LNTT	687	633	678	756	809	908	943	995
Thuế TNDN	4	33	38	49	49	54	57	80
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-	-	-
Quỹ khen thưởng phúc lợi	-	74	77	85	91	102	106	110
Lợi ích cổ đông thiểu số	4	5	4	4	4	4	4	4
LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ	704	620	640	704	757	850	883	912
Chi trả cổ tức	424	476	476	476	476	476	476	476
LN giữ lại	280	69	86	142	190	271	300	325

Báo cáo Lưu chuyển tiền tệ
ĐVT: Tỷ đồng

	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Lợi nhuận sau thuế	643	707	761	854	886	915
Điều chỉnh:						
Khấu hao	1.282	1.228	1.284	1.287	1.303	1.318
(Lãi) lỗ từ thanh lý tài sản	-	-	-	-	-	-
(Lãi) lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-
(Lãi) lỗ hoạt động đầu tư khác	-	-	-	-	-	-
LN hoạt động trước thay đổi VLĐ	1.925	1.935	2.045	2.140	2.189	2.233
<i>(Tăng) giảm khoản phải thu</i>	- 24	- 24	- 119	- 102	- 83	- 82
<i>(Tăng) giảm hàng tồn kho</i>	1	- 147	- 138	- 190	- 186	- 193
<i>(Tăng) giảm TSNH khác</i>	- 29	15	16	11	3	10
<i>Tăng (giảm) Khoản phải trả</i>	- 257	12	121	107	108	27
<i>Tăng (giảm) Phải trả ngắn hạn khác</i>	63	- 476	254	205	180	95
(Tăng) giảm Vốn lưu động	- 246	- 621	134	32	16	- 143
Chi khác cho HĐKD	- 77	- 85	- 91	- 102	- 106	- 110
Thu khác từ HĐKD	29	- 15	- 16	- 11	3	- 10
Điều chỉnh dòng tiền	1.019	393	372	540	544	594
CFO	2.650	1.608	2.443	2.599	2.646	2.564
Chi mua sắm, đầu tư TSCĐ	130	318	570	350	350	350
Lãi/lỗ thanh lý TSCĐ	-	-	-	-	-	-
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	-	-	-	-	-	-
(Tăng) giảm đầu tư tài chính ngắn hạn	- 200	-	-	-	-	-
(Tăng) giảm đầu tư vào công ty khác	-	-	-	-	-	-
CFI	- 70	318	570	350	350	350
Tăng (giảm) các khoản vay ngắn hạn	- 297	-	-	-	-	-
Tăng (giảm) các khoản vay dài hạn	- 864	- 902	- 660	- 957	- 297	- 387
Chi trả cổ tức	476	476	476	476	476	476
Tăng (giảm) vốn góp CSH	-	-	-	-	-	-
CFF	- 1.638	- 1.378	- 1.136	- 1.433	- 774	- 864
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	1.082	- 89	737	816	1.522	1.350
Số dư Tiền đầu năm	814	1.502	1.019	1.363	1.784	2.912
Số dư Tiền cuối năm	1.896	1.413	1.757	2.178	3.306	4.263

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 kỳ 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 08 cổ phiếu DCM và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của 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 <https://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 đường Lạc Long Quân,
Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 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,
Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100, Quang Trung, P. Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888