

**Ngành Phân bón**

Báo cáo lần đầu

28 tháng 11, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VND) **15.400**

Giá khởi điểm 12.000

Chênh lệch 28,3%

Chuyên viên phân tích

**Dương Đức Hiếu**

(84 4) 3928 8080 ext 622

duongduchieu@baoviet.com.vn

# Công ty TNHH MTV Phân bón Dầu khí Cà Mau

Sau khi đi vào hoạt động năm 2012, Đạm Cà Mau trở thành một trong hai nhà cung cấp urea hàng đầu Việt Nam. Với công suất 800.000/tấn năm và công nghệ sản xuất urea hạt đục tiên tiến nhất hiện nay, Đạm Cà Mau đang dần vươn lên vị trí hàng đầu về sản xuất và cung cấp phân urea tại thị trường Việt Nam cùng với Đạm Phú Mỹ (DPM).

Xét về lợi thế, Đạm Cà Mau hiện đang được nhận rất nhiều ưu đãi và hỗ trợ từ Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam (PVN). PVN cam kết sẽ hỗ trợ giá khí đầu vào, đảm bảo tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ổn định ở mức bình quân 12%/năm cho Đạm Cà Mau. Trong khi các ưu đãi và trợ giá cho Đạm Phú Mỹ (DPM) đã kết thúc từ năm 2014. Ngoài ra, mức thuế TNDN áp dụng cho Đạm Cà Mau cũng đang ở mức rất ưu đãi (0% tới hết 2015 và 5% tới hết 2024).

Về hiệu quả hoạt động, Đạm Cà Mau liên tục có lãi kể từ khi đi vào sản xuất, với mức ROE trung bình đạt gần 20% trong 2 năm qua. Thị phần của công ty liên tục phát triển. Đạm Cà Mau hiện đang chiếm ưu thế tại các thị trường sản xuất lúa gạo lớn như ĐB SCL (Việt Nam) và Campuchia.

Đối với các rủi ro gặp phải, công ty hiện vẫn đang phải gánh chi phí lãi vay và rủi ro biến động tỷ giá từ dư nợ vay ngoại tệ khoảng 380 triệu USD trong quá trình xây dựng nhà máy.

Cổ phiếu Đạm Cà Mau được IPO với giá khởi điểm 12.000 đồng/cổ phần, thấp hơn 25,8% so với định giá của chúng tôi. Được biết Đạm Cà Mau hiện đang song song thực hiện các thủ tục IPO cũng như niêm yết cổ phiếu với lộ trình niêm yết khoảng 90 ngày sau khi IPO. Sau khi niêm yết, Đạm Cà Mau có tiềm năng trở thành một bluechip trên sàn chứng khoán với mức vốn hóa kỳ vọng ước khoảng 6.350 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** với cổ phiếu Đạm Cà Mau nhờ định giá hấp dẫn và cơ hội niêm yết rất sớm sau IPO.

## Sơ lược về công ty

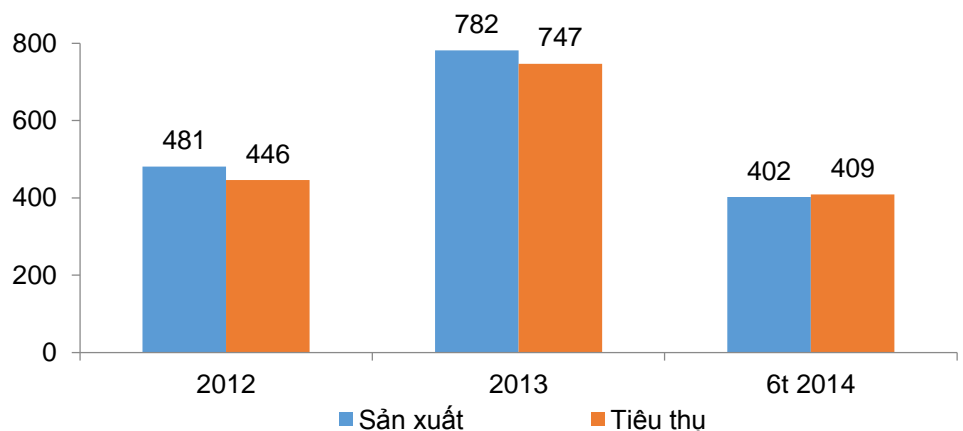
Công ty TNHH MTV Phân bón Dầu khí Cà Mau (Đạm Cà Mau) là đơn vị trực tiếp quản lý, vận hành nhà máy đạm Cà Mau với công suất thiết kế 800 nghìn tấn sản phẩm phân đạm urea dạng viên/năm. Nhà máy đạm Cà Mau được trang bị công nghệ sản xuất a-mô-ni-ắc và công nghệ sản xuất urea của các quốc gia tiên tiến Đan Mạch, Italy, Nhật Bản. Nguồn nguyên liệu cung cấp cho Nhà máy đạm Cà Mau là khí thiên nhiên khai thác từ các mỏ thuộc khu vực khai thác chung Việt Nam và Malaysia.

Đạm Cà Mau chính thức cung cấp sản phẩm thương mại ra thị trường vào tháng 1 năm 2012. Từ năm 2012 đến nay, Đạm Cà Mau luôn hoạt động ở mức 98%-100% công suất thiết kế. 6 tháng đầu năm 2014, công ty đã hoàn thành 55% kế hoạch năm.

## Vị trí vững vàng trên thị trường urea

Đạm Cà Mau là doanh nghiệp đi sau trong thị trường phân urea. Vào thời điểm đi vào hoạt động, thị trường urea Việt Nam đã bị chiếm lĩnh bởi DPM và urea nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc. Tuy nhiên, sau 2 năm hoạt động, vấn đề nhiều nhà đầu tư quan ngại trước đây về khả năng cạnh tranh của Đạm Cà Mau với Đạm Phú Mỹ và urea nhập khẩu từ Trung Quốc khi thị trường cung vượt cầu đã được giải tỏa. Năm đầu tiên hoạt động với 60% công suất, sang năm thứ 2, Đạm Cà Mau đã đạt công suất sản xuất tới 98% thiết kế, đạt mức tăng trưởng 70% yoy trong năm 2013. Điều này cho thấy sản phẩm Đạm Cà Mau đã thâm nhập và đáp ứng yêu cầu của thị trường một cách khá thành công nhờ chất lượng sản phẩm tốt và chiến lược phát triển kênh phân phối một cách mạnh mẽ.

Sản lượng tiêu thụ của Đạm Cà Mau (nghìn tấn)

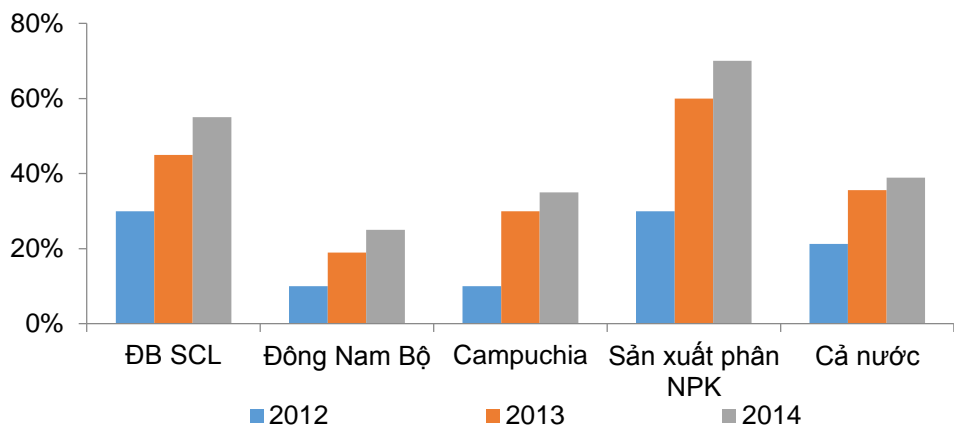


**Tăng trưởng thị phần ấn tượng.** Sau giai đoạn đầu bán hàng qua hệ thống phân phối của DPM, từ cuối năm 2012, Đạm Cà Mau đã triển khai hệ thống phân phối riêng của công ty với hệ thống đại lý hiện nay là 50 đại lý cấp 1, 1000 đại lý cấp 2, nằm chủ yếu ở khu vực ĐB SCL và các tỉnh lân cận. Đạm Cà Mau xác định trọng tâm chiến lược kinh doanh ở ba thị trường chính:

- ❑ Tây Nam Bộ - vựa lúa của Việt Nam: nhu cầu urea tại đây đạt 700.000 tấn, chiếm 1/3 nhu cầu urea cả nước. Thị phần của Đạm Cà Mau tại miền Tây Nam Bộ không ngừng được cải thiện nhờ lợi thế vị trí nhà máy nằm gần vùng tiêu thụ. Đạm Cà Mau hiện đã vượt qua DPM để trở thành nhà cung cấp urea chính ở thị trường này. Chúng tôi cho rằng Đạm Cà Mau sẽ giữ vững thị trường Tây Nam Bộ trong nhiều năm tới.
- ❑ Đông Nam Bộ - khu vực trồng cây công nghiệp: đây là thị trường chính của DPM. Dự báo thị phần tại đây của Đạm Cà Mau sẽ ở mức thấp và tăng trưởng chậm.
- ❑ Campuchia: Campuchia là thị trường có truyền thống sử dụng urea hạt đục, với nhu cầu khoảng 250.000-280.000 tấn/năm. DPM với sản phẩm urea hạt trong sẽ rất khó cạnh tranh được với Đạm Cà Mau ở thị trường này. Hiện Campuchia đang ưu tiên phát triển nông nghiệp với mục tiêu xuất khẩu 1 triệu tấn gạo năm 2015, tăng gần 3 lần so với năm 2013. Triển vọng xuất khẩu sang Campuchia của Đạm Cà Mau là rất lớn.

Ngoài ra hiện Đạm Cà Mau đã trở thành nhà cung cấp nguyên liệu chính cho các nhà máy sản xuất phân NPK tại Việt Nam, với nhu cầu 250.000-280.000 tấn/năm.

**Thị phần Đạm Cà Mau tại một số thị trường**



Nguồn: Đạm Cà Mau

## So sánh Đạm Cà Mau và Đạm Phú Mỹ

Đạm Cà Mau và Đạm Phú Mỹ có nhiều nét tương đồng trong hoạt động. Đây đều là các doanh nghiệp trực thuộc PVN và phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn khí thiên nhiên cung cấp bởi PVN.

Do đó chúng tôi tiến hành so sánh DPM và Đạm Cà Mau dựa trên nhiều chỉ tiêu nhằm đưa ra đánh giá đúng đắn về vị thế công ty và sức hấp dẫn của cổ phiếu Đạm Cà Mau.

**Báo cáo lần đầu**

Tiêu chí	Đạm Phú Mỹ	Đạm Cà Mau	Comments
<b>Thị phần</b>	41,8%	37,4%	Với lợi thế đi trước, DPM hiện vẫn chiếm thị phần số 1 về urea, tuy nhiên, thị phần của Đạm Cà Mau đang tăng trưởng khá ấn tượng, đặc biệt tại khu vực Tây Nam Bộ - vựa lúa của Việt Nam. Nhu cầu urea tại đây đạt 700.000 tấn, chiếm 1/3 nhu cầu urea cả nước. Thị phần của Đạm Cà Mau tại đây không ngừng được cải thiện, từ 30% năm 2012 lên 55% năm 2014 nhờ lợi thế vị trí nhà máy nằm gần vùng tiêu thụ. Chúng tôi cho rằng Đạm Cà Mau sẽ giữ vững vị trí số 1 ở thị trường này.
<b>Công suất</b>	800.000 tấn/năm	800.000 tấn/năm	
<b>Sản phẩm</b>	Urea hạt trong	Urea hạt đục	Đạm Cà Mau sở hữu công nghệ hiện đại hơn với sản phẩm urea hạt đục lâu tan và ít bị rửa trôi, do đó tiết kiệm được chi phí cho người sử dụng hơn urea hạt trong.
<b>Khí đầu vào</b>	Mỏ Bạch Hổ, Nam Côn Sơn	Mỏ PM3, bể Mã Lai-Thổ Chu	Khí đầu vào của 2 công ty đều được cung cấp bởi PV GAS và được tính dựa theo giá dầu FO. Tuy nhiên hiện tại Đạm Cà Mau đang được trợ giá trong giai đoạn 2015-2018, đảm bảo tỷ suất ROE của hoạt động kinh doanh phân đạm ở mức 12% năm.  Trong khi đó giá khí của DPM trong quý 2.2014 ở mức 7,39 USD/mmBTU, tăng 12,7% so với năm 2013.
<b>Hệ thống phân phối</b>	Mạnh, rộng khắp cả nước	Ít hơn, giảm trung gian, tập trung vào thị trường cốt lõi	Đạm Phú Mỹ với lợi thế người đi trước, đã xây dựng được hệ thống phân phối rộng khắp cả nước với 4 công ty con, 100 đại lý cấp một và 3.000 đại lý cấp hai.  Trong khi đó Đạm Cà Mau đang triển khai phân phối qua các đại lý cấp 1,2; giảm bớt khâu công ty con. Hiện công ty có 50 đại lý cấp 1, 1000 đại lý cấp 2. Với lợi thế vị trí địa lý, Đạm Cà Mau tập trung hoạt động và chiếm ưu thế ở thị trường Tây Nam Bộ với nhu cầu 700.000 tấn urea (1/3 nhu cầu cả nước) và thị trường xuất khẩu sang Campuchia, Thái Lan. Hiện Đạm Cà Mau đã nắm 55% thị phần tại Tây Nam Bộ ( 2013:45%).
<b>Chi phí khấu hao/chi phí SXKD</b>	4%	30%	Nhà máy Đạm Cà Mau hiện đang chịu chi phí khấu hao cao, nhà máy được tiến hành khấu hao đều trong 12 năm. Trong khi đó khấu hao máy móc thiết bị của DPM tại tháng 6/2014 đạt trên 95%.
<b>Thuế TNDN</b>	Từ 2015:15%	2015: 0% 2016-2024:5%	DPM từ 2015 đã hết giai đoạn được ưu đãi thuế TNDN trong hoạt động kinh doanh urea, trong khi đó Đạm Cà Mau vẫn được ưu đãi thuế trong ít nhất 10 năm tới.
<b>Tỷ lệ nợ</b>	13%	220%	Nợ vay của DPM hiện ở mức không đáng kể.

Đạm Cà Mau hiện có khoản nợ gốc xây dựng nhà máy khoảng 380 triệu USD khiến công ty chịu áp lực lãi vay khá lớn. Về rủi ro tỷ giá, công ty hiện đang có nguồn thu ngoại tệ từ xuất khẩu trên 30 triệu USD/năm góp phần hạn chế rủi ro này.

<b>Biên lợi nhuận 6t/2014</b>	13%	13,3%	Biên lợi nhuận của DPM và Đạm Cà Mau là khá tương đồng ở giai đoạn hiện tại. DPM bị ảnh hưởng bởi giá khí tăng cao và thuế suất cao hơn, trong khi đó Đạm Cà Mau chịu chi phí lãi vay và chi phí khấu hao cao.
<b>Định giá PE</b>	9,24	9,6	Với lợi nhuận dự kiến năm 2014 khoảng 664 tỷ và giá cổ phiếu ở mức 12.000đ/cổ phần như khởi điểm IPO, hiện mức PE của DPM và DCM là khá tương đương
<b>Room NN</b>	25,5%	48,7%	Cả hai công ty đều còn room nước ngoài khá lớn

## Dự báo & định giá

### 1. Dự báo doanh thu.

Hiện trên 95% doanh thu của Đạm Cà Mau đến từ sản phẩm phân urea, ngoài ra công ty còn có doanh thu từ ammoniac và một số sản phẩm khác. Trong kế hoạch sản xuất của công ty trong 4 năm tới, công ty dự kiến sẽ sản xuất và kinh doanh các sản phẩm phân bón khác. Trong mô hình định giá, chúng tôi chưa tính đến các sản phẩm này.

#### 1.1. Doanh thu từ kinh doanh phân urea.

- ❑ **Giá bán:** Từ 25/10/2014, thuế suất nhập khẩu phân urea sẽ tiếp tục tăng từ 3% lên 6%. Điều này sẽ hạn chế urea nhập khẩu và tạo điều kiện cho các công ty Việt Nam cải thiện giá bán. Chúng tôi giả định giá bán urea của Đạm Cà Mau có thể tăng trưởng 2%/năm trong các năm tiếp theo.
- ❑ **Sản lượng:** sản lượng tiêu thụ được giả định theo công suất thiết kế của công ty

<b>Dự báo doanh thu phân urea</b>									
<b>Năm</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Tăng trưởng giá bán				2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Giá bán (triệu đồng/tấn)	8,85	8,03	7,37	7,51	7,66	7,82	7,97	8,13	8,29
Sản lượng (tấn)	446.000	747.000	772.000	800.000	800.000	800.000	800.000	800.000	800.000
Doanh thu (tỷ đồng)	3.949	5.998	5.686	6.010	6.130	6.253	6.378	6.505	6.635

#### 1.2. Doanh thu từ các sản phẩm khác.

Chúng tôi giả định mức tăng trưởng doanh thu các sản phẩm khác của Đạm Cà Mau trong các năm sau sẽ tăng theo tỉ lệ lạm phát.

## 2. Dự báo giá vốn.

### 2.1. Giá vốn phân urea.

Đạm Cà Mau đang được PVN trợ giá khí đầu vào tới năm 2018, đảm bảo tỷ suất lợi nhuận ổn định. Do thông tin về giá khí đầu vào chưa được công bố chi tiết, chúng tôi sử dụng tỷ lệ giá vốn/doanh thu phân urea trung bình các năm trước để dự báo giá vốn giai đoạn 2015-2018. Sau khi kết thúc hỗ trợ từ PVN, chúng tôi lấy biên lợi nhuận gộp trung bình ngành phân bón ở Trung Quốc để dự báo giá vốn.

<b>Dự báo giá vốn phân urea</b>									
<b>Năm</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Giá vốn/doanh thu	72%	80%	78%	78%	78%	78%	79%	82%	82%
Giá vốn (tỷ đồng)	2.863	4.800	4.431	4.683	4.777	4.904	5.034	5.334	5.441

### 2.2. Giá vốn các sản phẩm khác.

Giá vốn các sản phẩm khác được tính dựa trên doanh thu ước tính và biên lợi nhuận trung bình trong lịch sử của các hoạt động này.

## 3. Dự báo các khoản chi phí.

### Chi phí tài chính:

- ❑ Số dư nợ vay ngân hàng trong các năm tới được ước tính dựa trên lịch biểu hoàn trả các khoản vay của công ty theo BTCT 6/2014.
- ❑ Lãi suất: lãi suất các khoản vay hiện tại bằng USD của Đạm Cà Mau được giả định ở mức 4,5%/năm, bằng với mức lãi suất mới nhất vừa được áp dụng cho khoản vay tại PVCombank.
- ❑ Tỷ lệ trượt giá đồng USD được giả định ở mức 1%/năm.

**Chi phí bán hàng:** do chi phí bán hàng/doanh thu của Đạm Cà Mau đang tăng trưởng khá nhanh do công ty đang triển khai xây dựng hệ thống phân phối. Chúng tôi giả định tỷ lệ này tăng từ 3% năm 2014 lên mức ổn định 6% vào năm 2017, ngang với tỷ lệ CPBH/DT của DPM hiện nay.

**Chi phí quản lý doanh nghiệp:** giả định ở mức 2% doanh thu.

## 4. Tổng hợp dự báo doanh thu, lợi nhuận của Đạm Cà Mau.

<b>Đơn vị: tỷ đồng</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.076</b>	<b>6.260</b>	<b>5.803</b>	<b>6.134</b>	<b>6.257</b>	<b>6.382</b>	<b>6.509</b>	<b>6.640</b>	<b>6.772</b>
- Giá vốn hàng bán	2.968	5.083	4.576	4.837	4.934	5.064	5.197	5.500	5.610
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.108</b>	<b>1.177</b>	<b>1.227</b>	<b>1.297</b>	<b>1.323</b>	<b>1.318</b>	<b>1.313</b>	<b>1.139</b>	<b>1.162</b>
- Doanh thu hoạt động tài chính	32	128	145	136	149	161	179	198	217
- Chi phí tài chính	292	579	473	448	378	307	241	180	118
- Chi phí bán hàng	43	137	166	237	305	375	394	402	410
- Chi phí quản lý doanh nghiệp	76	100	95	101	126	129	131	134	137
<b>Lợi nhuận (lỗ) sau thuế TNDN</b>	<b>737</b>	<b>525</b>	<b>664</b>	<b>675</b>	<b>659</b>	<b>665</b>	<b>719</b>	<b>622</b>	<b>710</b>
<b>EPS (đồng/cổ phần)</b>	<b>2.303</b>	<b>1.642</b>	<b>1.255</b>	<b>1.275</b>	<b>1.245</b>	<b>1.256</b>	<b>1.358</b>	<b>1.175</b>	<b>1.342</b>

## 5. Định giá cổ phần.

**Thời điểm định giá.** Giá trị cổ phần của Đạm Cà Mau được xác định tại thời điểm 31/12/2014.

**Các giả định về tỷ lệ chiết khấu ( $r$ ) và tỷ lệ tăng trưởng bền vững:**

- ☐ Theo mô hình FCFE, tỷ lệ chiết khấu được xác định là chi phí vốn cổ phần ( $R_E$ ). Chúng tôi giả định  $R_E = 12,2\%$ .
- ☐ Theo mô hình FCFF, tỷ lệ chiết khấu được xác định là chi phí vốn trung bình của công ty (WACC). Chúng tôi giả định WACC = 10,86%
- ☐ Tỷ lệ tăng trưởng bền vững ( $g$ ), áp dụng cho cả 2 mô hình FCFE và FCFF được giả định bằng 2%.

**Định giá theo PE:** tỷ số PE được áp dụng là PE trung bình của 3 cổ phiếu sản xuất và kinh doanh phân bón quy mô lớn bao gồm DPM, NFC, LAS theo giá đóng cửa ngày 28/11.

Chỉ số PE	NFC	8,79
	DPM	9,2
	LAS	6,84
	Trung bình	8,28
EPS 2014 Đạm Cà Mau (đồng)		1.255
Định giá PE (đồng/cp)		10.388

**Tổng hợp định giá:**

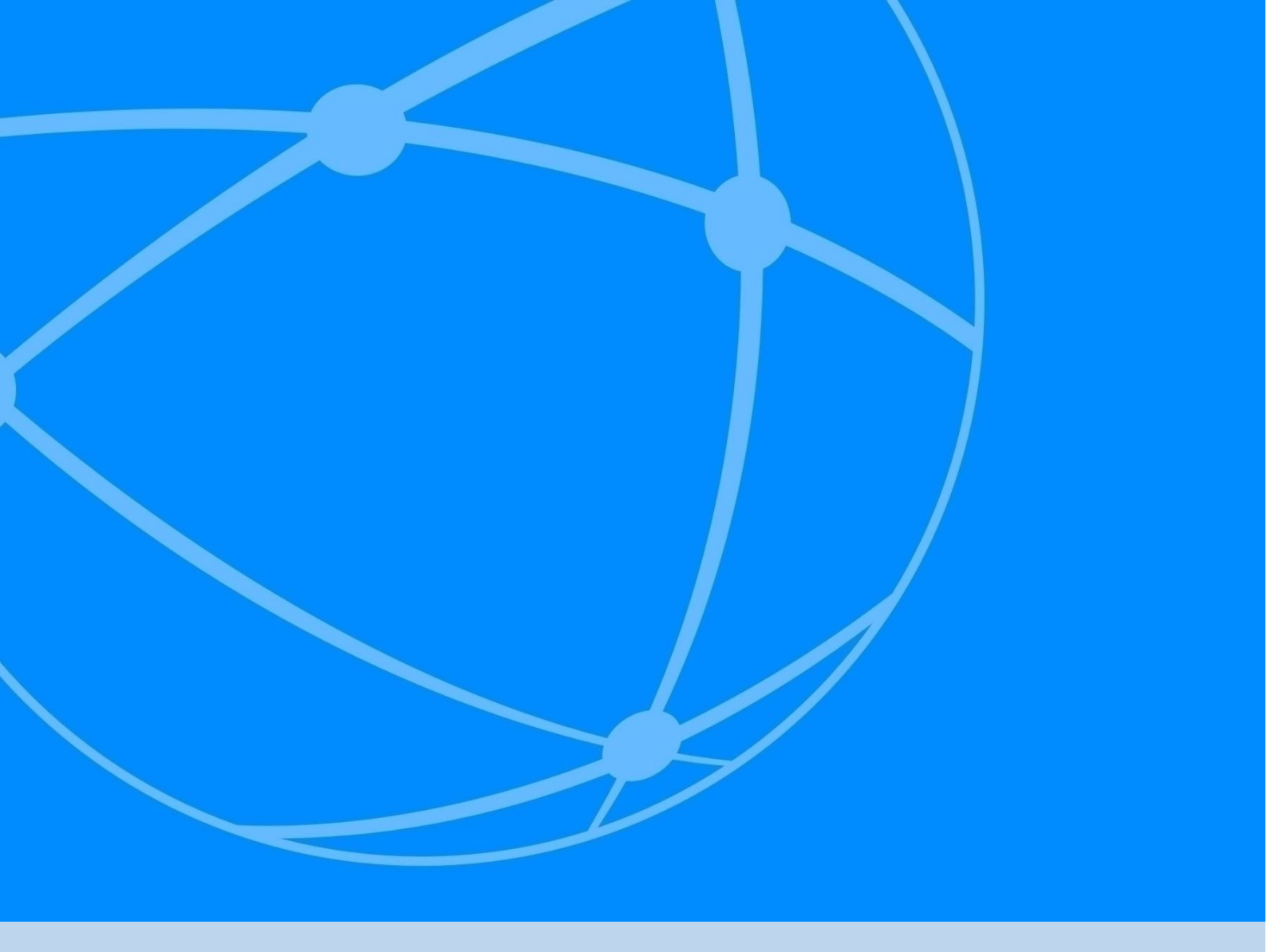
KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ			
Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- FCFE	15.309	25%	3.800
- FCFF	25.673	25%	6.400
- PE	10.388	50%	5.200
Giá bình quân			15.400

## Khuyến nghị đầu tư

Đạm Cà Mau là công ty quy mô lớn, có hoạt động sản xuất kinh doanh và khả năng sinh lời ổn định, nhận được nhiều sự hỗ trợ của PVN cũng như các ưu đãi về thuế từ Nhà nước. So với các doanh nghiệp trong ngành, Đạm Cà Mau có ưu thế lớn về công nghệ sản xuất, vị trí nhà máy tiếp cận nhiều thị trường trọng điểm tiêu thụ lớn.

Với giá khởi điểm 12.000 đồng/cổ phần, cổ phiếu Đạm Cà Mau đang có mức định giá khá hấp dẫn. Ngoài ra, việc niêm yết sớm, sau IPO 90 ngày cũng là yếu tố tăng tính hấp dẫn cho cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu Đạm Cà Mau.





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999