

CÔNG TY TNHH MTV PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU

Đoàn Minh Tin Chuyên viên phân tích Email: tindm@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá khởi điểm	12.000	-18%	-7%	0%	+7%	+18%
	Giá mục tiêu	14.800	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tăng/giảm	23,6%					
	Tỷ suất cổ tức	N/A					
							MUA

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty TNHH MTV Phân bón Dầu khí Cà Mau
Địa chỉ	Lô D, Khu Công nghiệp Phường 1, Đường Ngô Quyền, Phường 1, thành phố Cà Mau, Cà Mau
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh phân bón
Chi phí chính	<ul style="list-style-type: none"> Khí đầu vào Chi phí khấu hao
Lợi thế cạnh tranh	Thương hiệu duy nhất tại Việt Nam sản xuất phân đạm hạt đục chất lượng cao
Rủi ro chính	<ul style="list-style-type: none"> Biến động giá phân bón Biến động giá khí đầu vào

Thông tin đợt phát hành

Ngày đấu giá	11/12/2014
Giá khởi điểm	12.000 đồng/cp
Vốn điều lệ	5.294 tỷ đồng
Tổng số lượng cổ phần	529,4 triệu cp
Số lượng chào bán ra công chúng	128,9 triệu cp

Danh sách cổ đông dự kiến

	Tỷ lệ (%)
Nhà nước	51,00
Nhà đầu tư chiến lược	24,36
Chào bán ra công chúng	24,36
CBCNV	0,28

PHÁT HÀNH LẦN ĐẦU RA CÔNG CHÚNG

Công ty TNHH Một thành viên Phân bón Dầu khí Cà Mau (PVCFC) sẽ tổ chức đấu giá bán cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO) gần 128,9 triệu cp với giá khởi điểm 12.000 đồng/cp vào ngày 11/12/2014. Chúng tôi dự phóng trong năm 2014, Đạm Cà Mau (DCM) đạt 5.863 tỷ đồng doanh thu thuần và 706,5 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức EPS(F) là 1.706 đồng/cp, bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (FCFE) chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với DCM với giá mục tiêu **14.800 đồng/cp** cao hơn **23,6%** so với giá khởi điểm là 12.000 đồng.

Vị thế ngành. Sản phẩm Đạm Cà Mau hiện là sản phẩm đạm hạt đục duy nhất được sản xuất tại Việt Nam. Nhà máy Đạm Cà Mau với sản lượng sản xuất hàng năm đạt 800.000 tấn/năm, là một trong những đơn vị sản xuất ure lớn nhất Việt Nam, đáp ứng 40% nhu cầu phân ure trong cả nước.

Nhà máy đã vận hành ở mức công suất tối đa. Trong quá trình sản xuất đến nay, nhà máy Đạm Cà Mau luôn duy trì vận hành ở mức trên 98-100% công suất thiết kế. Dự kiến trong năm nay Đạm Cà Mau sẽ sản xuất 772.000 tấn/năm và các năm sau sẽ vận hành hết công suất thiết kế.

Phương án cổ phần hóa. Vốn điều lệ của DCM là 5.294 tỷ đồng trong đó dự kiến, Nhà nước nắm giữ 269,994 triệu cổ phần, tương ứng 51% vốn, cổ phần bán ra công chúng là 128,9 triệu, tương ứng 24,36%. Dự kiến, sau 3 tháng kể từ ngày cổ phần hóa, tức ngày 11/3 năm 2015, DCM sẽ niêm yết trên sàn HSX.

Giá khí đầu vào được hỗ trợ bởi PVN. Nguyên liệu khí đầu vào của PVCFC lấy từ nguồn khí tại mỏ PM3 thông qua đường ống dẫn khí PM3 – Cà Mau do PVGas làm đại diện cho PVN ký bán cho PVCFC. Thông qua hợp đồng mua bán khí, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam đảm bảo về giá khí cho PVCFC giai đoạn 2015 - 2018 để công ty có tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân là 12%/năm từ hoạt động SXKD phân bón.

Định giá theo chiết khấu dòng tiền (FCFE)

Thị trường phân bón mà cụ thể là thị trường phân đạm với các doanh nghiệp sản xuất hàng đầu cả nước là Đạm Cà Mau (công suất 800.000 tấn), Đạm Phú Mỹ (công suất 800.000 tấn), đạm Ninh Bình (560.000 tấn), đạm Hà Bắc (công suất 500.000 tấn) sẽ không có nhiều chuyển biến bất ngờ trong những năm tới. Trong giai đoạn 2015-2018, theo Fertercon dự báo thị trường thế giới sẽ tiếp tục còn tình trạng thừa cung và tương tự thị trường Việt Nam với nhu cầu 2,1-2,2 triệu tấn/năm sẽ không có gì cải thiện khi tiếp tục duy trì trong tình trạng cung vượt quá cầu. Chúng tôi cho rằng DCM sẽ tiếp tục duy trì vị thế của mình với việc cung cấp khoảng 40% phân ure cho thị trường trong nước và chưa có diễn biến đột phá trong hoạt động kinh doanh. Dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi cho rằng giá hợp lý cho DCM là **14.800 đồng/cp** tại thời điểm cuối năm 2014.

Kết quả định giá theo phương pháp FCFE

Giả định mô hình	Giá trị	Tổng hợp định giá	Đơn vị	Giá trị
CP sử dụng nợ 2014	3,47%	Thời gian dự phóng	năm	5
CP sử dụng vốn 2014	16,97%	Tổng hiện giá dòng tiền	tỷ	2.093
Lãi suất phi rủi ro*	6,95%	Giá trị dòng tiền cuối	tỷ	3.414
Phản bù rủi ro	5,00%	Tiền và các khoảng tương đương tiền	tỷ	2.348
Hệ số Beta 2014	1,07	Giá trị vốn cổ phần	tỷ	7.855
Tăng trưởng dài hạn	2,00%	Số cổ phiếu lưu hành	triệu	529
Thuế suất dài hạn	20%	Giá mục tiêu 2014		14.800
* Lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm				

Số liệu tổng hợp dự phóng giai đoạn 2014-2018

Chỉ tiêu	Đơn vị	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	6.257	5.863	5.934	5.646	5.748	5.322
LN gộp	Tỷ đồng	1.177	1.237	1.210	1.209	1.177	1.130
LNST	Tỷ đồng	525	707	716	750	788	826
EPS	Đồng	-	1.706	1.352	1.417	1.489	1.560
Tăng trưởng DT	%	54,91%	-7,14%	1,20%	-4,84%	1,81%	-7,42%
Tăng trưởng LNG	%	6,2%	5,1%	-2,2%	-0,1%	-2,6%	-4,0%
Tăng trưởng LNST	%	-28,70%	34,52%	1,31%	4,82%	5,04%	4,77%
Tỷ suất LNG	%	18,81%	21,09%	20,39%	21,40%	20,48%	21,23%
ROE	%	15,7%	15,3%	12,0%	12,0%	12,0%	11,9%
ROA	%	4%	5%	5%	6%	6%	7%
P/E	Lần	-	7,03	8,88	8,47	8,06	7,69
P/B	Lần	-	1,09	1,04	0,99	0,94	0,90

Nguồn: FPTTS dự phóng

Rủi ro đầu tư
Rủi ro biến động giá khí đầu vào

Trong năm 2013, giá khí đầu vào chiếm 50,4% giá vốn hàng bán của Đạm Cà Mau. Thông qua hợp đồng mua bán khí, trong giai đoạn 2015 – 2018, PVCFC được Tập đoàn hỗ trợ để có mức ROE là 12%/năm từ hoạt động SXKD phân bón. Tuy nhiên, sau giai đoạn này, việc tiếp tục nhận được ưu đãi hay những biến động của giá khí đầu vào vẫn là điều ảnh hưởng lớn đến KQKD của công ty. Do thị trường cạnh tranh ở mức cao nên việc chuyển gánh nặng chi phí giá thành vào giá bán cho khách hàng sẽ khó khăn nên công ty sẽ gặp rủi ro khi giá khí đầu vào tăng.

Rủi ro cạnh tranh trên thị trường phân bón

Mặc dù là công ty duy nhất sản xuất ure hạt đục tại Việt Nam nhưng sản phẩm Đạm Cà Mau vẫn phải trực tiếp cạnh tranh với các sản phẩm phân bón khác trên thị trường. Thị trường phân bón với sự cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp trong nước và phân bón nhập khẩu như Trung Quốc, Philipin, Hàn Quốc, Mỹ... tạo ra áp lực lớn đối với nhu cầu tiêu thụ và giá cả các loại phân bón của công ty. Ngoài ra, tình trạng phân bón kém chất lượng, phân bón giả vẫn được bán tràn lan trên thị trường, gây thiệt hại cho người nông dân và ảnh hưởng không nhỏ đến các doanh nghiệp sản xuất phân bón.

Rủi ro biến động tỷ giá

Công ty được tài trợ bởi các khoản vay USD dài hạn từ Ngân hàng Phát triển Việt Nam, Ngân hàng Công thương Việt Nam và nhóm các ngân hàng BNP Paribas, Ngân hàng Credit Agricole, Ngân hàng xuất nhập khẩu Trung Quốc với số dư tại ngày 30/06/2014 là 8.523 tỷ đồng nên DCM phải đối mặt với rủi ro lỗ chênh lệch tỷ giá phát sinh do các khoản vay này. Trong năm 2013 và 6T-2014, chi phí tài chính do chênh lệch tỷ giá lần lượt là 130,4 tỷ đồng và 96,2 tỷ đồng, tương ứng 24,8% và 23,8% lợi nhuận sau thuế.

Rủi ro thanh khoản. Nếu việc phát hành thành công, với tổng số lượng cổ phiếu lưu hành là 529,2 triệu cổ phiếu, thì số lượng cổ phiếu chào bán ra công chúng là 128,9 triệu cổ phiếu. Dự kiến, sau 3 tháng kể từ ngày cổ phần hóa, DCM sẽ niêm yết trên sàn HSX nên rủi ro về thanh khoản đối với cổ phiếu này là không đáng kể.

Công ty con và công ty liên kết

PVCFC không có công ty liên doanh liên kết mà có 1 công ty con là Công ty cổ phần Bao bì Dầu khí Việt Nam – PPC với vốn điều lệ là 32,65 tỷ đồng. PVCFC sở hữu 77,03% tại PPC.

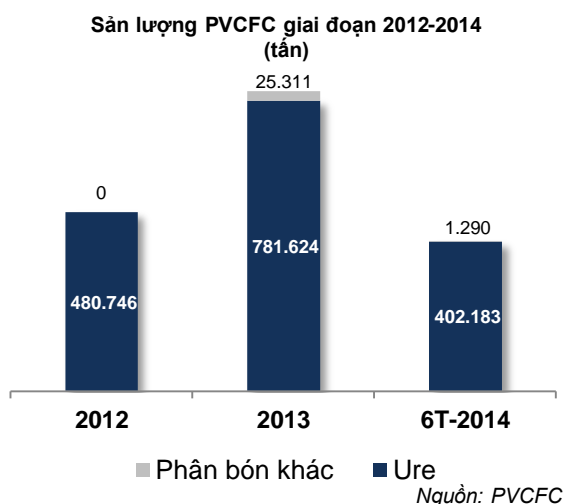
PPC chuyên sản xuất các loại bao bì PP/PE chất lượng cao, phục vụ nhu cầu đóng gói các loại phân bón, nông sản, thức ăn chăn nuôi...với công suất thiết kế 20 triệu bao/năm. Sản phẩm chủ lực là bao bì PP dệt lồng túi HDPE và LLDPE cung cấp 100% nhu cầu bao bì cho nhà máy Đạm Cà Mau. Theo kế hoạch dự kiến, đến năm 2015, PPC sẽ khai thác từ 95% đến 99% công suất máy, tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu kỳ vọng đạt 3,83% - 4,13%.

Phân tích hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính

Là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sản xuất phân bón ure hạt đục, hoạt động kinh doanh của công ty rất tập trung với 99,96% doanh thu đến từ hoạt động kinh doanh phân bón với tỷ trọng kinh doanh Đạm Cà Mau là 94,98%, amoniac và các sản phẩm phân bón khác chiếm 5,02% doanh thu. Bên cạnh đó, là doanh nghiệp sản xuất phân bón trong tập đoàn PVN, cùng với Đạm Phú Mỹ, PVCFC cũng có được một số lợi thế về nhận diện sản phẩm so với các sản phẩm cùng loại trên thị trường.

PVCFC định hướng tiếp tục phát triển thêm nhiều dòng sản phẩm mới sử dụng Đạm Cà Mau làm nguyên liệu đầu vào có giá trị gia tăng, cung cấp nhiều dinh dưỡng cho cây trồng như: Ure + TE, phân NPK đặc chủng, viên nén tổng hợp...



Cơ cấu doanh thu PVCFC giai đoạn 2012 – 2014
ĐVT: Tỷ đồng

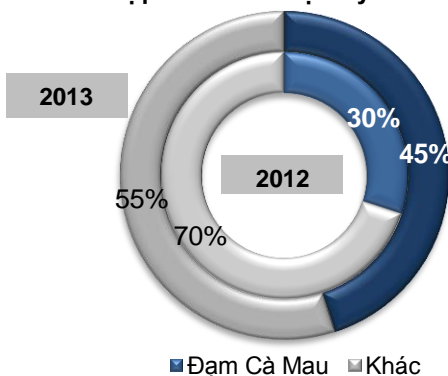
Chỉ tiêu	2012		2013		6T/2014	
	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng
1. Doanh thu thuần bán hàng	4.076,2	100,0%	6.257,1	100,0%	3.027,3	100,0%
- Ure Đạm Cà Mau	3.949,1	96,9%	5.943,2	94,9%	2.943,3	97,2%
- Ammonia	57,3	1,4%	118,6	1,9%	38,0	1,3%
- Kinh doanh sản phẩm phân bón khác	69,8	1,7%	195,3	3,1%	46,0	1,5%
2. Doanh thu cung cấp dịch vụ	0,0	0,0%	2,5	0,0%	0,0	0,0%
Tổng doanh thu	4.076,2	100,0%	6.259,6	100,0%	3.027,3	100,0%

Nguồn: PVCFC
Màng phân bón Đạm Cà Mau

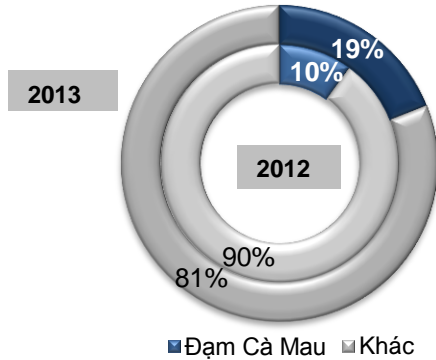
Ngày 30/1/2012, sản phẩm Đạm Cà Mau đầu tiên của Công ty được sản xuất. Hiện tại, nhà máy Đạm Cà Mau duy trì sản xuất ổn định và an toàn ở mức trên 98-100% công suất thiết kế.

Về đặc tính sản phẩm, đạm cà mau hạt đục có nhiều ưu điểm so với đạm hạt trong như: **(1).** Kích thước lớn hơn, đồng đều nên dễ dàng trong việc bón, rải phân và phối trộn với các loại phân bón khác; **(2).** Thời gian phân giải nitơ chậm, phù hợp với chu kỳ hấp thu của cây trồng, nên tiết kiệm được bình quân khoảng 10% so với các loại phân đạm hạt trong. Mặc dù trên thế giới, giá hạt đục luôn cao hơn giá đạm hạt trong khoảng 7-10%, tuy nhiên do tập quán canh tác tại Việt Nam chưa quen với đạm hạt đục và nhằm phát triển thị trường nên đạm hạt đục của DCM giá thấp hơn so với đạm hạt trong (như của Đạm Phú Mỹ) trung bình 1-3%. DCM đặt mục tiêu sẽ đưa giá đạm hạt đục của mình không thấp hơn giá đạm hạt trong trong những năm sau.

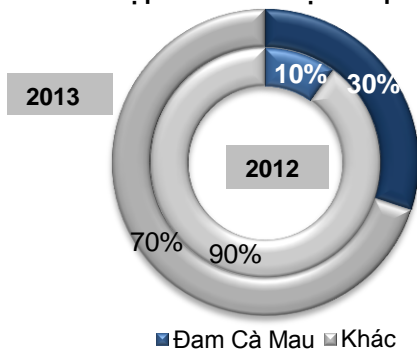
Về thị trường tiêu thụ. Thị trường mục tiêu của PVCFC gồm Tây Nam Bộ, Đông Nam Bộ, Campuchia và các nhà máy phân bón NPK. Đây là các thị trường có nhiều tiềm năng phát triển do quy mô diện tích trồng trọt của vùng rộng lớn; địa hình chủ yếu là đồng bằng, khí hậu thuận lợi cho canh tác, phát triển nông nghiệp phục vụ nhu cầu trong nước và đặc biệt xuất khẩu những mặt hàng nông sản có giá trị cao. Thêm vào đó khoảng cách địa lý từ Nhà máy Đạm Cà Mau đến các vùng tiêu thụ trên khá gần so với các thị trường khác.

Thị phần PVCFC tại Tây Nam Bộ

Nguồn: PVCFC

Thị trường Tây Nam Bộ. Thị phần Đạm Cà Mau tại thị trường này trong năm 2013 đạt 45% và dự kiến năm 2014 đạt 55%, PVCFC phấn đấu đạt thị phần 65% ở thị trường này. Tại đây phân bón chủ yếu dùng cho cây lúa và được coi là thị trường tiêu thụ phân bón lớn nhất cả nước với nhu cầu ure hàng năm khoảng 700.000 tấn, chiếm 1/3 nhu cầu ure cả nước. Ngoài ra, với vị trí nhà máy đặt tại Đồng bằng sông Cửu Long, DCM kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ việc thực hiện mô hình cánh đồng mẫu lớn, do có ưu thế về vận chuyển và sự tập trung canh tác nên các sản phẩm chất lượng cao như Đạm Cà Mau sẽ được ưu tiên.

Thị phần PVCFC tại Đông Nam Bộ


Nguồn: PVCFC

Thị phần PVCFC tại Campuchia


Nguồn: PVCFC

Thị trường Đông Nam Bộ. Thị trường này chủ yếu tập trung sản xuất, trồng trọt các loại cây công nghiệp như cà phê, cao su, hồ tiêu là những mặt hàng xuất khẩu chủ lực của nước ta nên nhu cầu tiêu thụ ure lớn, với mức tiêu thụ hàng năm khoảng 400.000 - 420.000 tấn, chiếm 25% nhu cầu ure cả nước. Tại thị trường này, Đạm Cà Mau gặp nhiều khó khăn trong việc cạnh tranh so với sản phẩm khác. Thị phần Đạm Cà Mau trong năm 2013 là 19% và dự kiến trong năm 2014 đạt 25%.

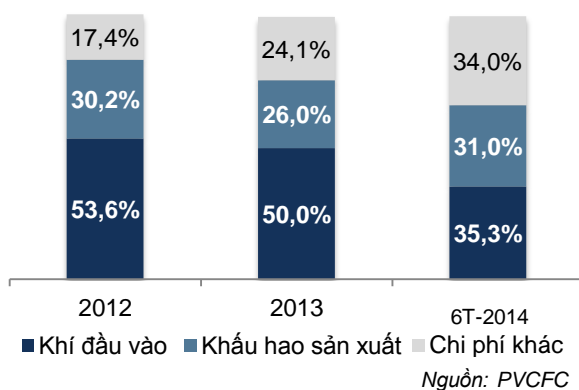
Thị trường Campuchia. Thị trường này tiếp giáp với khu vực ĐBSCL có nhu cầu sử dụng ure hạt đục lên đến 95% và là thị trường quan trọng của PVCFC với nhu cầu tiêu thụ ure khoảng 250.000-280.000 tấn/năm với giá bán không thấp hơn giá bán trong nước. Thị phần hiện tại của PVCFC tại Campuchia là 30%, công ty đặt mục tiêu đạt 40% trong những năm sau. Mạng lưới đường thủy ở ĐBSCL và nối liền tới vùng đồng bằng ở Campuchia đem lại công ty lợi thế về chi phí vận chuyển, giúp công ty có thêm năng lực cạnh tranh về giá trên thị trường.

Với chính sách ưu tiên phát triển nông nghiệp, nhất là mục tiêu xuất khẩu 1 triệu tấn gạo vào năm 2015 của chính phủ Campuchia nên dự báo nhu cầu tiêu thụ ure của nước này trong vòng 5 năm tới sẽ tăng mạnh đạt khoảng 400.000-450.000 tấn/năm (tăng 60% so với hiện tại) do diện tích đất trồng trọt được mở rộng; số vụ canh tác tăng lên và tiếp thu kỹ thuật bón phân của nông dân làm cho việc sử dụng phân bón nhiều hơn so với giai đoạn trước đó.

Thị trường nhà máy phân bón NPK. Sản phẩm Đạm Cà Mau còn được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy NPK chủ yếu ở miền Nam như: công ty phân bón Bình Điền, công ty phân bón Miền Nam, công ty phân bón Việt Nhật, công ty phân bón Ba Con Cò. Nhu cầu sử dụng ure hạt đục của các nhà máy NPK đạt 250.000-280.000 tấn/năm, trong đó tỷ lệ tiêu thụ Đạm Cà Mau chiếm 70-75%.

Ngoài ra, PVCFC đang triển khai mở rộng, phát triển các thị trường khác ở trong nước như miền Bắc, miền Trung, Tây Nguyên và xuất khẩu ra thị trường quốc tế. Hiện nay, sản phẩm Đạm Cà Mau đã có mặt ở nhiều nước trong khu vực như Campuchia, Thái Lan, Bangladesh, Hàn Quốc và Philippines.

Nguyên liệu đầu vào

Tỷ trọng chi phí GVHB


Nguồn: PVCFC

Về giá khí đầu vào. Nguyên liệu khí của DCM lấy từ nguồn tại mỏ PM3 thông qua đường ống dẫn khí PM3 – Cà Mau do PVGas làm đại diện cho PVN ký bán cho DCM. Nguồn khí PM3-Cà Mau được nhận từ 2 lô là: (1). Lô PM3-CAA là một phần của cụm dự án Khí – Điện – Đạm Cà Mau cung cấp cho nhà máy điện và nhà máy Đạm Cà Mau. Lượng khí bao tiêu cho mỗi hợp đồng là 1,29 tỷ Sm³ đến 2023 và có thể gia hạn cho giai đoạn tiếp theo theo sự thống nhất của Việt Nam và Malaysia; (2). Lô 46-Cái Nước PVGas được quyền mua 100% sản lượng khí của Lô 46 – Cái Nước. Lượng khí bao tiêu cho mỗi năm hợp đồng là 206 triệu Sm³ cho đến 2023 và có thể gia hạn cho giai đoạn tiếp theo theo sự thống nhất của Việt Nam và Malaysia. Ngoài ra, dự kiến nguồn khí từ dự án đường ống dẫn khí

Hệ thống đường ống dẫn khí hiện tại của Việt Nam


Nguồn: PVCFC

Lô B – Ô Môn được triển khai sẽ bổ sung cho nguồn khí đầu vào của DCM trong thời gian tới.

Trong giai đoạn 2012-2013, giá khí nguyên liệu đầu vào được tính dựa trên giá dầu FO thì sau khi cổ phần hóa, hợp đồng khí sẽ thay đổi. Thông qua hợp đồng mua bán khí, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam đảm bảo về giá khí cho DCM giai đoạn 2015 - 2018 để công ty có tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân là 12%/năm từ hoạt động SXKD phân bón.

Về các chi phí khác. Chi phí khác như điện, nước, chất xúc tác...cũng chiếm 25% chi phí giá vốn hàng bán của Đạm Cà Mau. Trong năm 2013, các chi phí hóa chất tăng mạnh đã làm tỷ trọng loại chi phí này tăng lên so với 2012.

Công suất hoạt động

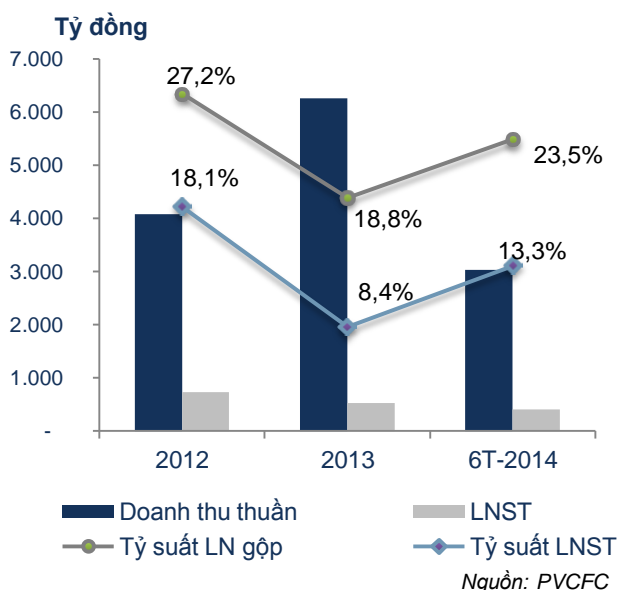
Nhà máy có công suất thiết kế 800.000 tấn/năm được áp dụng công nghệ sản xuất sử dụng rộng rãi trên thế giới: công nghệ sản xuất Aminiac của Haldor Topsoe – Đan Mạch, công nghệ sản xuất Ure của Snamprogetti – Italia và công nghệ tạo hạt của Toyo Engineering Corporation – Nhật Bản.

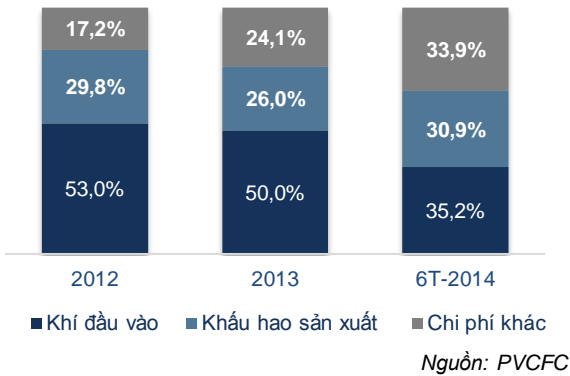
Giá trị đầu tư cho nhà máy Đạm Cà Mau là 640 triệu USD được đưa vào sản xuất từ năm 2012, trong khi nhà máy Đạm Phú Mỹ được đưa vào sản xuất từ 2004 với giá trị đầu tư là 370 triệu USD. Hiện tại, nhà máy đã hoạt động ở mức 98-100%, tuy nhiên trong giai đoạn đầu cổ phần hóa, mục tiêu ưu tiên của DCM là tập trung đầu tư để tối ưu hóa sản xuất và nâng hiệu suất khai thác của nhà máy vượt 5% so với công suất thiết kế.

Phân tích tài chính
Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Trong năm 2013, DCM đạt 6.260 tỷ đồng doanh thu thuần tăng 53,6% (yoy) do sản lượng tiêu thụ năm 2013 đạt 806,9 nghìn tấn, tăng 67,9% (yoy). Tuy nhiên lợi nhuận sau thuế lại giảm 28,7% (yoy) do các khoản chi phí đều tăng mạnh so với 2012 đã làm biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế đều giảm mạnh xuống mức lần lượt là 18,8% và 8,4%.

Trong 6T-2014, DCM đạt 3.027 tỷ đồng doanh thu thuần, giảm 17,03% (yoy) và 403.5 tỷ đồng LNST, giảm 34,8% (yoy). Bên cạnh doanh thu thuần giảm so với cùng kỳ, các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng đáng kể với mức lần lượt là 52,0% và 26,7% (yoy) cũng là nguyên nhân làm cho LNST DCM giảm so với cùng kỳ.



Cơ cấu GVHB của Đạm Cà Mau


Cơ cấu chi phí

Tỷ trọng giá vốn hàng bán/doanh thu giai đoạn 2012 – 2013 tăng lên do: **(1)**. Giá ure giảm 5,9% xuống còn 8.000 đồng/kg trong năm 2013. **(2)**. Chi phí hóa chất tăng mạnh trong năm 2013. **(3)**. Năm 2013 phải hạch toán khoản mục chi phí phân bổ vật tư dự phòng cho 02 năm vận hành. Trong cơ cấu chi phí giá vốn hàng bán của DCM, chi phí khấu hao và giá khí đầu vào luôn chiếm tỷ trọng lớn nhưng chi phí giá khí đầu vào giảm đáng kể trong 6T-2014 khi ở mức bình quân 4 USD/MMBTU so với mức 6,56 USD/MMBTU trong 2013. Đối với DPM, năm 2013, giá khí DPM là 6,56 USD/MMBTU, ở mức tương tự như DCM. Tuy nhiên, 3 tháng đầu tiên của năm 2014, giá ở mức 6,67 USD/MMBTU nhưng đã tăng 12,5% và biến động theo thị trường. Như vậy, giá khí bình quân trong 6T đầu năm 2014 của DPM là 7,09 USD/MMBTU, cao hơn khoảng 16% so với giá khí đầu vào chúng tôi dự phóng cho DCM trong năm 2014.

Trong năm 2013, PVCFC đẩy mạnh phát triển hệ thống phân phối, tăng cường đầu tư cho công tác xây dựng, phát triển thương hiệu nên chi phí bán hàng tăng lên mức 2,2% doanh thu.

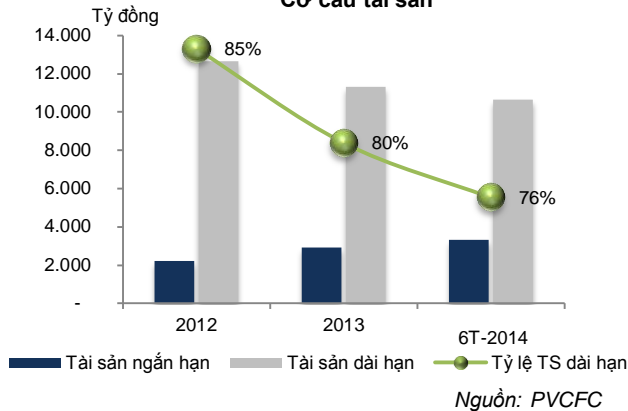
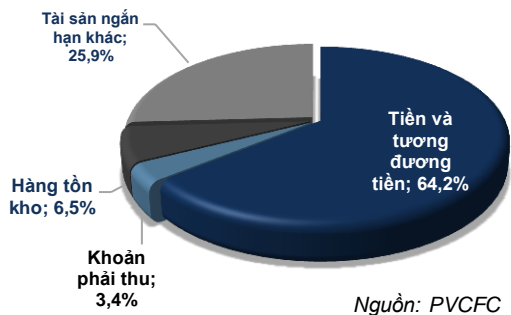
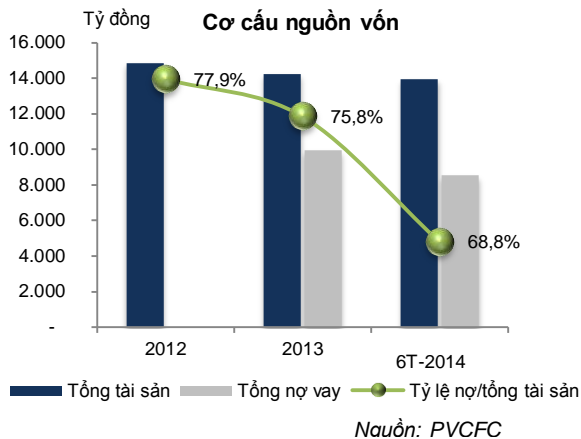
Tỷ trọng chi phí tài chính/doanh thu thuần chiếm tỷ trọng lớn và tăng mạnh so với 2012 khi: **(1)**. Chi phí lãi vay trong năm 2013 tăng mạnh so với năm 2012 do Đạm Cà Mau có một số khoản vay được ân hạn và bắt đầu trả lãi vay từ năm 2013; **(2)**. Khoản chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá phát sinh do các khoản vay dài hạn bằng ngoại tệ. Trong năm 2013 và 6T-2014, chi phí tài chính do chênh lệch tỷ giá lần lượt là 130,4 tỷ đồng và 96,2 tỷ đồng, tương ứng 24,8% và 23,8% lợi nhuận sau thuế.

Trong 6T-2014, tỷ trọng các chi phí/doanh thu thuần đều tăng đáng kể so với cùng kỳ, đã làm cho biên LNST giảm xuống còn 13,3% so với mức 17,0% trong 6T-2013.

Tỷ trọng các khoản mục chi phí của Công ty so với doanh thu thuần

Loại chi phí	2012	2013	6T-2013	6T-2014
Giá vốn hàng bán	72,8%	81,2%	74,4%	76,5%
Chi phí tài chính	7,2%	9,3%	8,4%	9,5%
Chi phí bán hàng	1,0%	2,2%	1,6%	2,9%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,9%	1,6%	0,96%	1,5%
Tổng	82,9%	94,2%	85,4%	90,3%

Nguồn: PVCFC

Cơ cấu tài sản

Cơ cấu tài sản ngắn hạn 6T-2014

Cơ cấu nguồn vốn


Cơ cấu tài sản

Với đặc thù là công ty sản xuất phân bón, tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản của DCM chiếm tỷ trọng lớn so với tài sản ngắn hạn. Tỷ lệ này trong năm 2012 là 85% và giảm dần trong giai đoạn 2012-2014 do giá trị tài sản dài hạn giảm do khấu hao tăng mạnh và giá trị tài sản ngắn hạn tăng dần qua các năm. Tại thời điểm Q.3 - 2014, giá trị tổng tài sản của DCM là 14.215 tỷ đồng, giảm 2,03% (yoy), trong khi đó giá trị tài sản ngắn hạn đạt 3.300 tỷ đồng, chiếm tỷ lệ 24% trên tổng tài sản và tăng 13,7% (yoy).

Đáng chú ý, do nhà máy được đưa vào hoạt động từ 2012, trong khi thời gian khấu hao là 10 năm nên DCM sẽ chịu khoản khấu hao tài sản cố định lớn, giá trị khấu hao tài sản cố định trong năm 2013 và 6T-2014 lần lượt là 1.324 tỷ đồng và 696,8 tỷ đồng. Như vậy nếu không có đầu tư mới, mỗi năm DCM sẽ khấu hao khoảng 1.300 tỷ đồng. Tuy nhiên, DCM đã tăng thời gian khấu hao máy móc thiết bị từ 10 năm lên 12 năm kể từ năm 2015, tương ứng chi phí khấu hao trong năm 2015 là 1.073 tỷ đồng, các tài sản cố định khác vẫn giữ nguyên chính sách khấu hao.

Trong cơ cấu tài sản ngắn hạn của DCM, tiền và tương đương tiền chiếm tỷ trọng lớn nhất với 64,2% sau đó là khoản phải thu và hàng tồn kho với tỷ trọng thấp, lần lượt là 3,4% và 6,5% tổng tài sản.

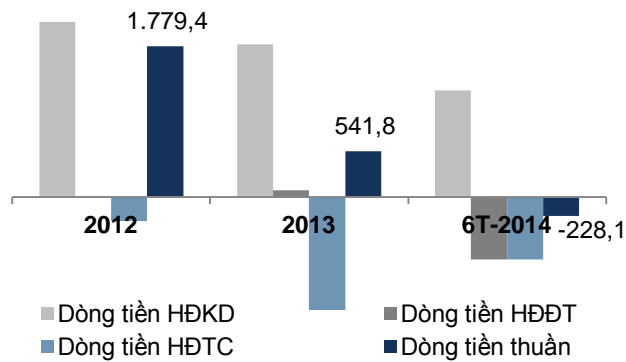
Cơ cấu nguồn vốn

Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản của DCM giảm dần qua các năm sau giai đoạn nhà máy đi vào hoạt động. Giá trị nợ phải trả trong 6T-2014 là 9.581 tỷ đồng ở mức 68,8% tổng nguồn vốn, giảm so với mức 75,8% trong 2013.

Cuối năm 2012, công ty hoàn toàn không có nợ vay nhưng các khoản vay được ghi nhận sang các khoản phải trả khác do chưa đến thời hạn thực hiện nghĩa vụ trả nợ nên đến năm 2013, DCM đã phân loại lại các khoản mục này, làm giá trị vay nợ ngắn hạn và dài hạn lần lượt là 1.370 tỷ đồng và 8.567 tỷ đồng từ các ngân hàng: BNB Paribus, NH Xuất nhập khẩu Trung Quốc, NH Credit Agricole, Vietinbank và VDP. Tuy nhiên từ 2013 trở đi, DCM sẽ tập trung cho việc thực hiện nghĩa vụ trả nợ gốc và lãi vay do trước mắt vẫn chưa có nhu cầu tài chính từ dự án lớn.

Hiện tại, DCM còn dư nợ vay khoảng 380 triệu USD, hiện tại lãi vay đang giảm mạnh, công ty đang tận dụng cơ hội để tái cơ cấu các khoản nợ vay và đã thành công với hợp đồng vay 100 triệu USD, đây là giải pháp trước mắt để giảm chi phí tài chính và giúp công ty nâng cao hiệu quả kinh doanh.

Dòng tiền qua các năm (tỷ đồng)



Nguồn: PVCFC

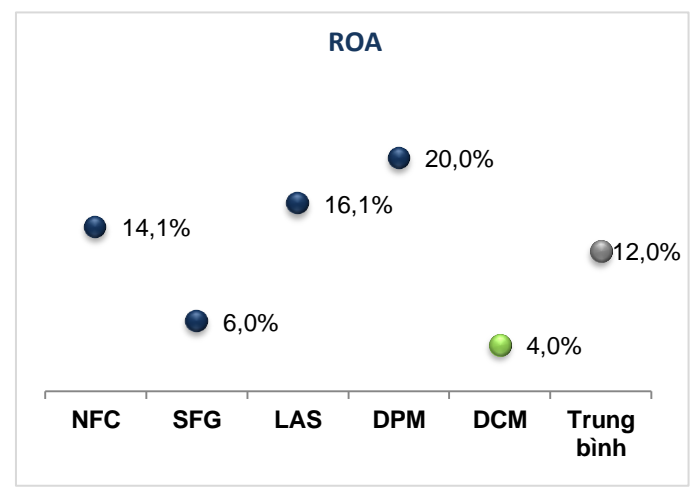
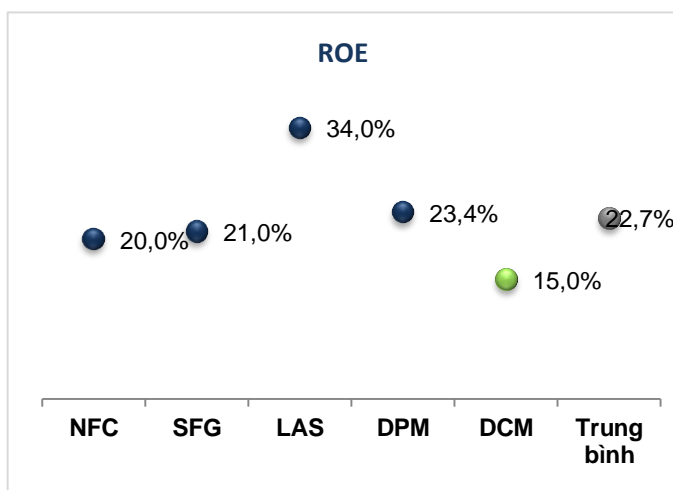
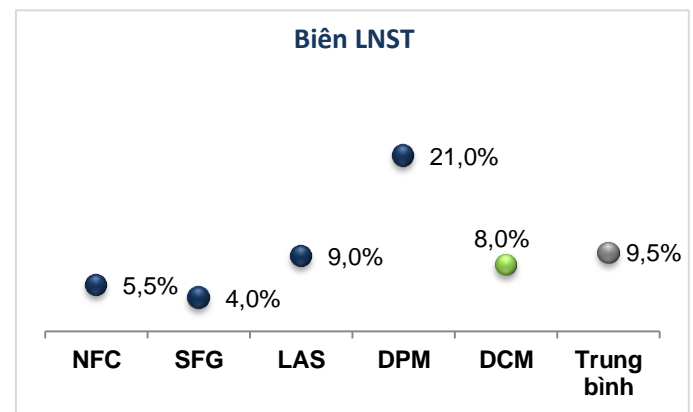
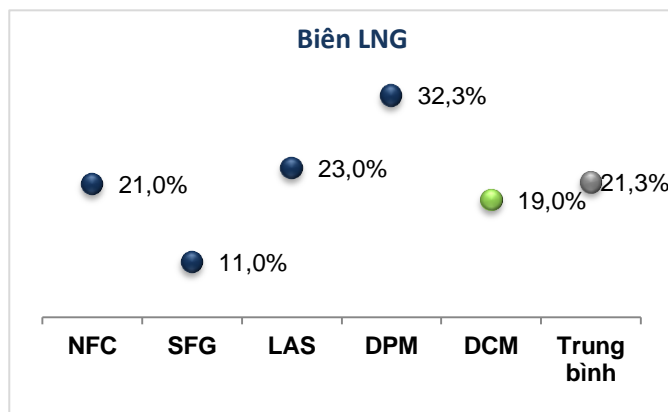
Phân tích dòng tiền

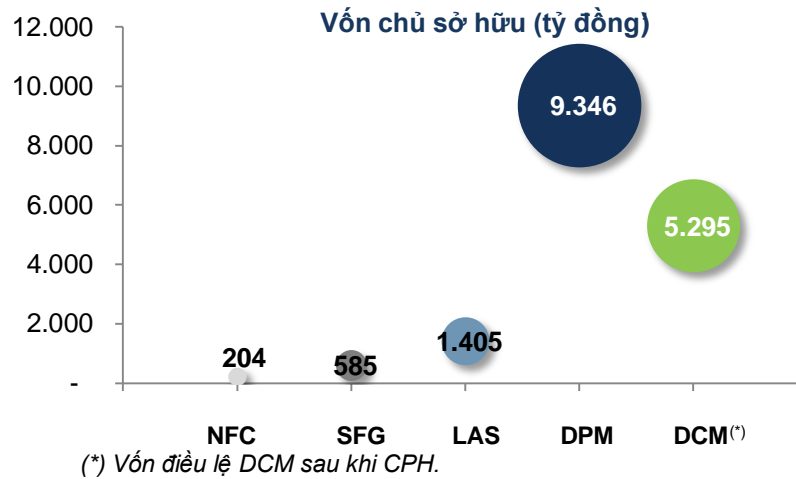
Dòng tiền thuần trong năm 2013 là 541,8 tỷ đồng giảm 69,5% (yoy) vì dòng tiền từ hoạt động kinh doanh công ty giảm 12,9% do trong 2013, DCM bắt đầu thực hiện nghĩa vụ trả lãi vay là 652,8 tỷ đồng. Bên cạnh đó, dòng tiền chi cho hoạt động tài chính là 1.336,8 tỷ đồng tăng 3,7 lần so với 2012 do DCM chi trả nợ vay 687,9 tỷ đồng và lợi nhuận trả cho PVN là 648.9 tỷ đồng (+127,3% yoy).

Trong 6T-2014, lưu chuyển tiền của DCM là -228.2 tỷ đồng so với mức cùng kỳ là 1.513 tỷ đồng. Chủ yếu do dòng tiền từ K&DKD của DCM là 1.260 tỷ đồng giảm 58,6% (yoy).

Nguồn vốn tại nhà máy DCM được phê duyệt là 70:30 (tức 30% vốn chủ sở hữu và 70% vốn vay). Trong quá trình xây dựng dự án, cơ cấu nguồn vốn tại Nhà máy là 20% vốn chủ sở hữu và 80% vốn vay. PVN góp 922 tỷ đồng trước thời điểm IPO để cơ cấu lại nguồn vốn tại dự án này lên đúng tỷ lệ 70:30 đã được phê duyệt. Điều này đã giúp DCM giảm áp lực về trả nợ vay khi dòng tiền ròng chi trả nợ vay 1.803,3 tỷ đồng làm dòng tiền chi cho hoạt động tài chính là -743,6 tỷ đồng, tăng 3,2 lần (yoy). Như vậy từ 2013 đến nay, DCM tập trung dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cho hoạt động chi trả lãi vay và nợ gốc vay.

So sánh một số chỉ tiêu cơ bản giữa DCM và các công ty trong ngành trong năm 2013





Kế hoạch đầu tư

Từ năm 2015, DCM đầu tư dự án ERP nhằm nâng cao năng lực quản trị và Nhà kho chứa Ure bao 10.000 tấn nhằm nâng cao năng lực tồn trữ sản phẩm của công ty, mặc dù chưa có kế hoạch giải ngân cụ thể nhưng đại diện DCM cho biết mức tổng mức đầu tư khoảng 600 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, nhằm thực hiện chiến lược khâu sau của PVN tại Cụm miền Tây Nam Bộ, DCM có kế hoạch mở rộng công suất phân xưởng NH₃, sản xuất hóa chất phục vụ nông nghiệp từ dẫn xuất hóa dầu (Thuốc bảo vệ thực vật; Chất điều hòa tăng trưởng), hóa phẩm từ sản phẩm nông nghiệp kết hợp với nhà máy sản xuất Methanol quy mô lớn từ khí Lô B, các nhà máy sản xuất dẫn xuất của NH₃ và Methanol, dẫn xuất của MAS.

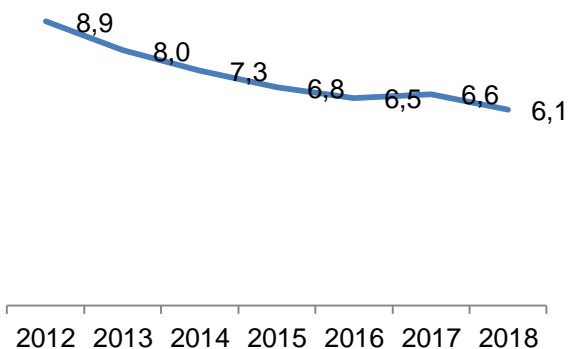
STT	Chỉ tiêu	Quy mô dự án
I Dự án chuyển tiếp		
1	Dự án nhà kho chứa Ure bao	10.000 tấn
2	Dự án xây dựng trung tâm nghiên cứu phát triển	-
3	<i>Dự án ERP</i>	<i>Các phân hệ cơ bản</i>
4	Dự án đầu tư dây chuyền sản xuất phân viên nén phức hợp	40.000 tấn/năm
II Dự án đang xem xét nghiên cứu đầu tư		
1	Dự án nâng cấp mở rộng phân xưởng NH ₃	90.000 tấn/năm
2	Dự án Nhà máy sản xuất MA và các dẫn xuất	97.000 tấn/năm
3	<i>Dự án Nhà máy Sản xuất phân bón phức hợp từ Ure nóng chảy</i>	<i>300.000 tấn/năm</i>
4	Dự án Nhà máy Sản xuất phân hỗn hợp hữu cơ, vi sinh	100.000 tấn/năm
5	Dự án nâng cấp và mở rộng cảng xuất nhập hàng hóa	2 triệu tấn/năm

Dự phóng tài chính giai đoạn 2014-2018

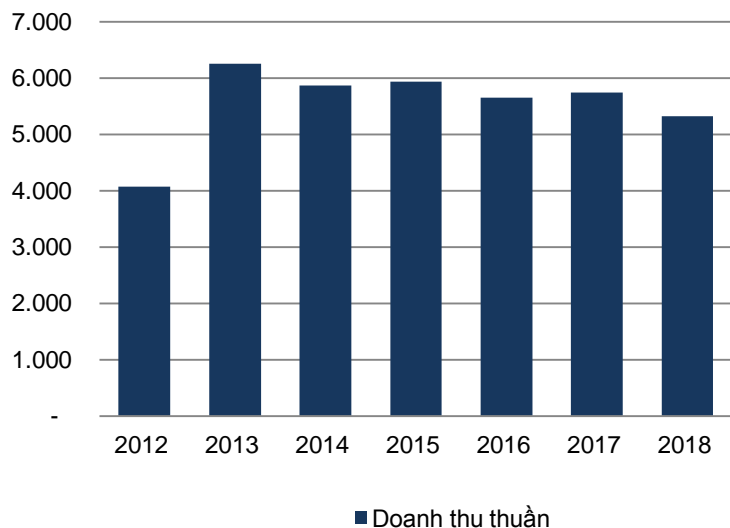
Về sản lượng tiêu thụ. Thị trường tiêu thụ nội địa với nhu cầu mỗi năm ổn định ở mức 2 triệu tấn. Sau giai đoạn sản xuất thương mại đầu tiên trong 2012, Đạm Cà Mau tiếp tục phát triển thị phần của mình tại các khu vực chiến lược là Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ, thị trường Campuchia và các nhà máy sản xuất NPK. Chúng tôi dự phóng, DCM sẽ tiêu thụ 772 nghìn tấn ure hạt đục trong năm nay và tiếp tục hoạt động vượt 5% công suất với sản lượng tiêu thụ trong giai đoạn 2015-2018 với sản lượng 840 nghìn tấn/năm. Các sản phẩm khác như amonia và phân bón khác sẽ tăng trưởng tỷ lệ với sự tăng trưởng của sản phẩm chính là đạm Cà Mau.

Về giá bán. Ngoài giá bán được dự báo từ Fertecon như đã đề cập, giá bán sẽ giảm dần trong giai đoạn 2014-2018, từ mức 7,3 triệu đồng/tấn xuống còn mức khoảng 6,1 triệu đồng/tấn vào năm 2018.

Giá bán DCM trung bình
(triệu đồng/tấn)

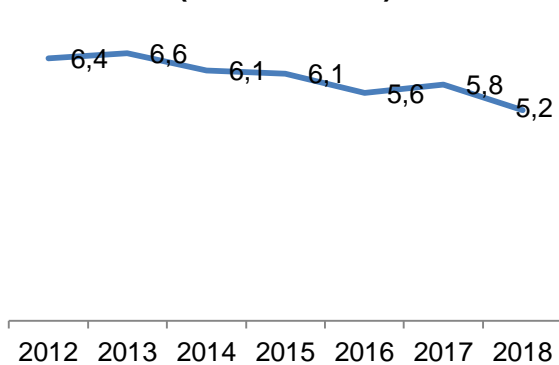


Dự phóng doanh thu và lợi nhuận
(tỷ đồng)



Nguồn: FPT S dự phóng

Giá khí (USD/MMBTU)



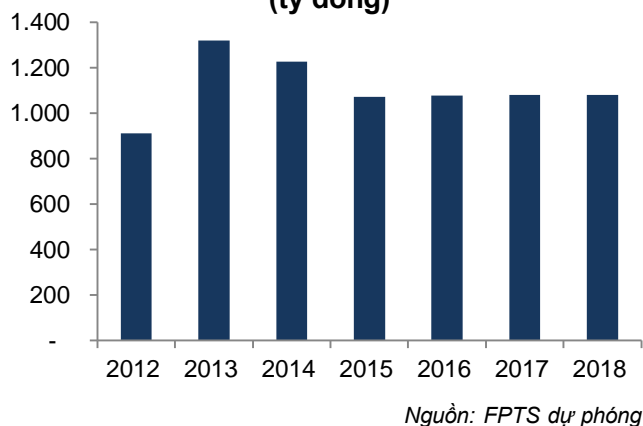
Về giá khí đầu vào. Thông qua hợp đồng mua bán khí, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam đảm bảo về giá khí cho PVCFC giai đoạn 2015 - 2018 để công ty có tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân là 12%/năm từ hoạt động SXKD phân bón. Do đó chúng tôi dự phóng giá khí đầu vào để ROE giai đoạn 2015-2018 đạt mức 12%, do dự báo giá bán giảm trong giai đoạn 2015 – 2018 nên để duy trì mức ROE 12% chúng tôi dự báo giá khí đầu vào cũng giảm tương ứng và từ 2019 trở đi, giá khí đầu vào sẽ biến động theo giá thị trường. Chúng tôi dự phóng giá khí thị trường dựa trên giá dầu Dubai tại thị trường Singapore theo dự báo của Wood Mackenzie.

Về chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Chúng tôi dự phóng hai chi phí này dựa trên tỷ trọng so với doanh thu trong quá khứ với mức bình quân lần lượt là 2,2% và 1,6%.

Về thu nhập từ hoạt động tài chính. Chúng tôi dự phóng thu nhập này dựa trên số dư tiền và lãi suất tiền gửi 3 tháng của ngân hàng Vietcombank.

Về chi phí tài chính. Do các khoản vay của DCM chủ yếu là ngoại tệ và nhờ xu hướng lãi suất vay giảm, công ty đã tái cơ cấu các khoản nợ vay nên chi phí lãi vay tương đối thấp, chỉ ở mức bình quân là 3,47%/năm. Chi phí lãi vay dựa trên lãi suất vay này và số dư nợ. Ngoài ra, cũng do các khoản vay nợ gốc ngoại tệ nên DCM sẽ chịu ảnh hưởng bởi sự biến động của tỷ giá, chúng tôi giải định chi phí này sẽ diễn biến như quá khứ.

Chi phí khấu hao TSCĐ (tỷ đồng)

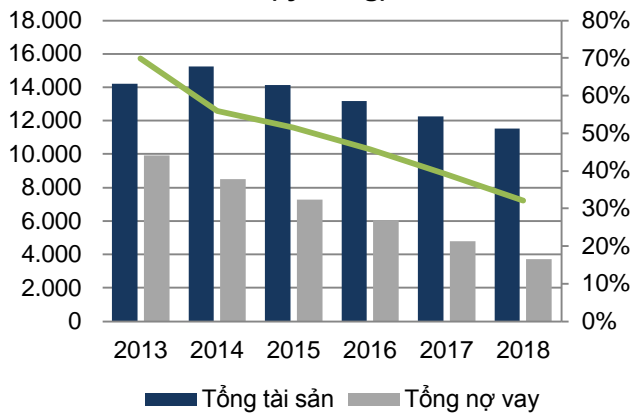


Về chi phí khấu hao. Sau khi đánh giá lại tài sản trước đợt IPO, giá trị tài sản của DCM sẽ tăng lên 1.204 tỷ đồng trong đó 1.034 tỷ đồng là tài sản cố định. Công ty sẽ thực hiện chính sách khấu hao mới từ 2015 trở đi bằng cách dẫn khấu hao máy móc thiết bị từ 10 năm lên 12 năm.

Về thuế thu nhập doanh nghiệp. Về việc ưu đãi thuế đối với Dự án Nhà máy Đạm Cà Mau, công ty được hưởng ưu đãi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp từ 10% trong 15 năm kể từ bắt đầu hoạt động sản xuất kinh doanh, miễn thuế thu nhập trong vòng 4 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp cho 9 năm tiếp theo. Do đó, trong giai đoạn 2014-2015, công ty vẫn chưa phải tính thuế thu nhập doanh nghiệp, giai đoạn 2016-2018, thuế thu nhập doanh nghiệp của DPM là 5% và về dài hạn là 20%.

Về tốc độ tăng trưởng. Chúng tôi dự phóng tình hình tài chính của DCM với hai giai đoạn: **(1).** Trong giai đoạn 2014-2018 do trong giai đoạn này DCM sẽ được PVN hỗ trợ về giá khí đầu vào; **(2).** Về dài hạn, dựa trên sự phát triển ngành và trên tốc độ tăng trưởng của các quốc gia trong khu vực, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng dài hạn của DCM sẽ ở mức 2%.

Tình hình nợ vay (tỷ đồng)



Nguồn: FPTIS dự phóng

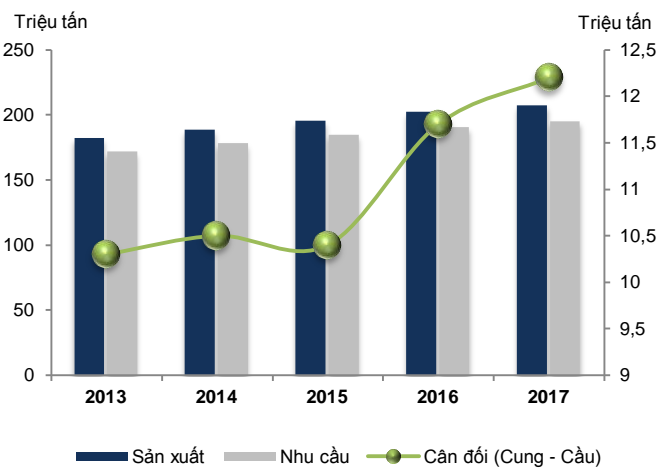
Những dự phóng khác

- Căn cứ vào tình hình hoạt động hiện tại của DCM, chúng tôi dự phóng DCM sẽ không có dự án đầu tư mới đáng kể mà chỉ đầu tư để duy trì sản lượng sản xuất hiện tại. Tài sản tiếp tục khấu hao làm tài sản giảm dần qua các năm.
- Về nợ vay, DCM sẽ tiếp tục thực hiện nghĩa vụ trả nợ vay đến năm 2018 và không thêm nợ vay mới.
- Về beta, do DCM chưa niêm yết trên sàn nên chúng tôi dựa trên công ty có hoạt động kinh doanh tương tự là Đạm Phú Mỹ để tham chiếu beta có sử dụng đòn bẩy tài chính.

Triển vọng ngành

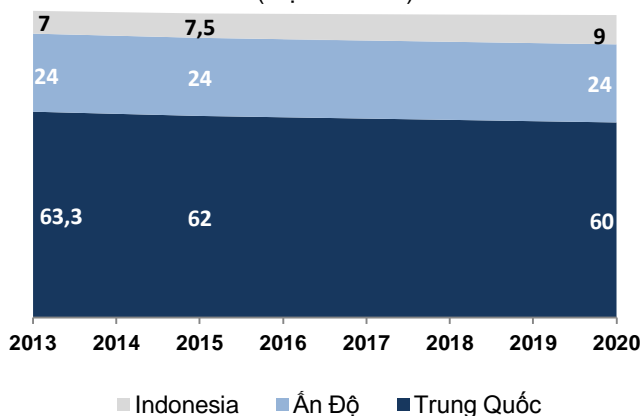
Thị trường thế giới

Dự báo nhu cầu ure thế giới 2013-2017



Nguồn: IFA

Sản lượng phân bón tại các quốc gia sản xuất lớn nhất thế giới (triệu tấn/năm)



Nguồn: Fetercon

Về nguồn cung. Theo IFA, nguồn cung ure thế giới tiếp tục tăng trong giai đoạn từ nay đến 2017. Ba khu vực cung cấp phân bón lớn nhất thế giới là: **(1).** Châu Á đứng đầu về công suất sản xuất với mức bình quân là 105 triệu tấn/năm trong giai đoạn từ 2013-2015 và ước đạt 108 triệu tấn vào năm 2020 với 3 quốc gia dẫn đầu là Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia; **(2).** Trung Đông là khu vực sản xuất thứ 2 với sản lượng bình quân từ 2013-2015 đạt 21 triệu tấn/năm và dự báo năm 2020 đạt 22,4 triệu tấn **(3).** Khối các nước Liên Xô cũ duy trì vị thế sản xuất thứ 3 với sản lượng bình quân đạt 12 triệu tấn/năm giai đoạn 2013-2015 và tăng nhẹ vào năm 2020 với mức 13,3 triệu tấn.

Trong 5 năm tới, nguồn cung thặng dư khoảng 6%/năm. Các dự án xây dựng các nhà máy mới và tình trạng mở rộng công suất của nhiều nhà máy hiện hữu ở các thị trường tiếp tục làm tăng nguồn cung trong thời gian tới. Theo Fetercon, giai đoạn 2013-2015 sẽ có thêm 56 nhà máy mới được xây dựng với tổng công suất đạt 40 triệu tấn. Từ 2016-2020 thế giới có thêm 22 nhà máy nữa với tổng công suất thiết kế đạt 18 triệu tấn. Lũy kế giai đoạn 2013-2020, toàn thế giới sẽ có thêm 78 nhà máy mới, tổng công suất đạt 60 triệu tấn. Số liệu trên chưa kể đến các nhà máy sẽ nâng công suất thiết kế hoặc khởi động lại khoảng 4,7 triệu tấn trong cả giai đoạn 2013-2020.

Về nhu cầu sử dụng. Nhu cầu ure thế giới dự báo đạt 195 triệu tấn vào năm 2017 với nhu cầu tiêu thụ ure thuộc về các khu vực sản xuất trồng trọt chính của thế giới như: **(1).** Châu Á tiêu thụ gần 116 triệu tấn ure/năm trong giai đoạn 2013-2015 chiếm 67% nhu cầu của cả thế giới; **(2).** Khu vực Bắc Mỹ với 10% nhu cầu thế giới với mức ure khoảng 16-17 triệu tấn/năm; **(3).** Mỹ La Tinh là thị trường tiêu thụ thứ 3 đạt khoảng 7% nhu cầu thế giới. Tại Châu Á, Trung Quốc vẫn là quốc gia tiêu thụ hàng đầu với 58,2

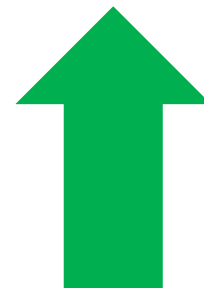
triệu tấn trong năm 2013, và đạt xấp xỉ 60 triệu tấn vào năm 2015, sau đó là 63,7 triệu tấn vào năm 2020. Tiếp theo đó là Ấn Độ với mức tiêu thụ ổn định trong giai đoạn 2013-2015 là 32-33 triệu tấn/năm nhưng sẽ tăng lên khoảng 35,4 triệu tấn vào năm 2020. Các nước như Indonesia, Pakistan tiêu thụ ổn định khoảng 6-6,5 triệu tấn/năm trong giai đoạn 2013-2015 nhưng dự báo sẽ tăng nhẹ lên mức 7 triệu tấn vào năm 2020. Thái Lan tiêu thụ ổn định 2,5 triệu tấn/năm.

Tình hình xuất khẩu phân bón từ đây đến 2020 có những thông tin tích cực và tiêu cực ảnh hưởng đến ngành phân bón như sau:



- **Khu vực Bắc Mỹ** với mức nhập đạt 7,5 triệu tấn năm giai đoạn 2013-2015 và dự báo đến 2020 giảm còn 4 triệu tấn do Mỹ đầu tư xây mới thêm nhiều nhà máy.
- **Khu vực Châu Phi** xuất khẩu tăng từ 3,9 triệu tấn trong năm 2013 lên mức 8 triệu tấn vào năm 2014; 8,5 triệu tấn vào năm 2015 và đạt mức tối đa 11 triệu tấn vào năm 2020.
- **Các nước Trung Đông** chiếm vị trí xuất khẩu hàng đầu thế giới với lượng xuất khẩu ổn định hàng năm đạt xấp xỉ 18 triệu tấn trong cả giai đoạn từ 2013-2020.

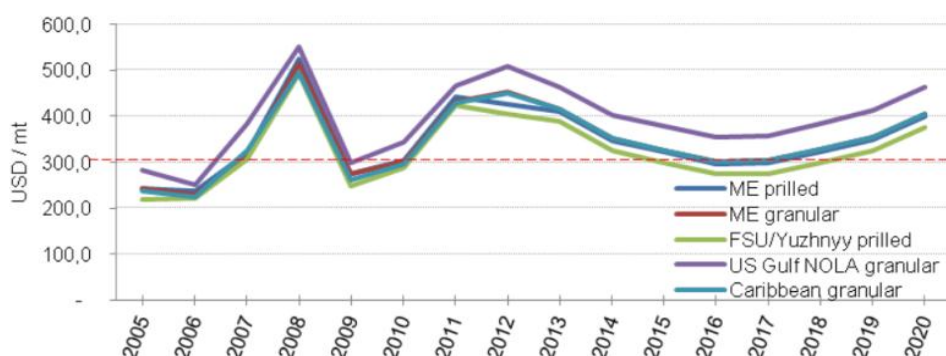
- + **Châu Á** là thị trường nhập khẩu lớn nhất với mức nhập 17 triệu tấn hàng năm trong giai đoạn 2013-2015 và dự báo đến 2020 đạt 24 triệu tấn (tăng 36% so với năm 2013).
- + **Trung Quốc** năm 2014 dự kiến xuất khẩu 3,2 triệu tấn, năm 2015 xuất 2,5 triệu tấn và đến 2020 hầu như không xuất khẩu mà phải nhập trên 3,5 triệu tấn.
- + **Ấn Độ** là nước nhập khẩu nhiều nhất với mức trung bình từ 8-8,5 triệu tấn trong giai đoạn 2013-2015 và sẽ tăng mạnh lên 11 triệu tấn vào năm 2020.
- + **Các nước khối Liên Xô cũ** có khuynh hướng giảm xuất khẩu từ mức 9 triệu tấn năm 2013 xuống còn 7,2 triệu tấn vào năm 2015 và duy trì ở mức 8 triệu tấn vào 2020



Nguồn: PVCFC và FPTs tổng hợp

Dựa trên tương quan cung cầu trong giai đoạn 2013-2014, Fetercon dự báo giá phân bón sẽ tiếp tục trong xu hướng giảm trước khi có thể hồi phục vào giai đoạn 2017-2018 trở đi.

AVERAGE UREA PRICE PROJECTIONS - BASE CASE
(Current \$ per tonne fob in bulk)



Nguồn: Fetercon

Thị trường trong nước

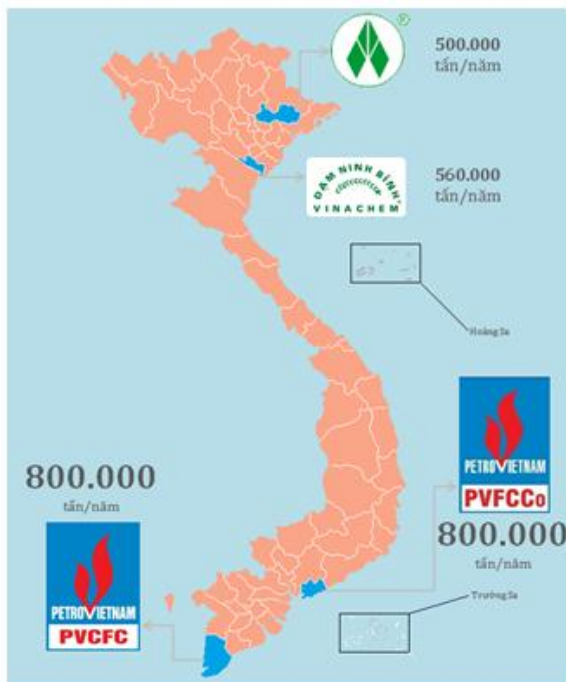
Hàng năm, nhu cầu tiêu thụ ure trong nước ổn định ở mức 2 triệu tấn/năm, trong đó sử dụng cho sản xuất NPK khoảng 20-30% và bón trực tiếp cho cây trồng khoảng 70-80%. Trong khi đó, nếu sản xuất tối đa theo công suất của 04 nhà máy thì lượng cung ứng khoảng 2.5 triệu tấn, thừa khả năng đáp ứng nhu cầu nội địa.

Trong năm 2014, nguồn cung ure trong nước đạt khoảng 2,14 triệu tấn, thấp hơn dự kiến là 2,5 triệu tấn do nhà máy Đạm Ninh Bình dừng sửa chữa khoảng 3 tháng, sản lượng sản xuất thực tế đạt khoảng 360.000 tấn (kế hoạch 560.000 tấn) và dự án mở rộng Nhà máy Đạm Hà Bắc (tăng thêm 500.000 tấn) dự kiến đi vào hoạt động cuối năm nay nên nguồn cung tăng thêm dự án là chưa có. Nếu cả hai dự án này hoạt động ổn định thì nguồn cung ure trong nước sẽ dư khoảng 30%. Tuy nhiên, do trở ngại về chi phí vận chuyển nên hầu như thị trường miền Bắc được chiếm lĩnh bởi Đạm Hà Bắc và Đạm Ninh Bình (các công ty thuộc Vinachem) và miền Nam là Đạm Cà Mau và Đạm Phú Mỹ (các công ty con của PVN).

Kể từ năm 2015 trở đi, lượng ure dư thừa trong nước trên 500.000 tấn/năm dẫn tới nhu cầu xuất khẩu ra bên ngoài để cân đối nhu cầu tiêu thụ và giảm áp lực cạnh tranh trên thị trường. Mặc dù nhu cầu trong nước đã bão hòa, giá cả ổn định và ít có biến động nhưng các doanh nghiệp đang tiếp tục xu hướng sản xuất ure hết công suất của các nhà máy để tối đa hóa lợi thế theo quy mô, tối ưu hóa giá thành sản xuất. Tuy nhiên, tại các thị trường chính, giá ure hạt đục cao hơn so với giá ure hạt trơn do được ưa chuộng hơn nên trong điều kiện hiện tại, Đạm Cà Mau có lợi thế xuất khẩu hơn so với các doanh nghiệp khác là Đạm Phú Mỹ, Đạm Ninh Bình và Đạm Hà Bắc.

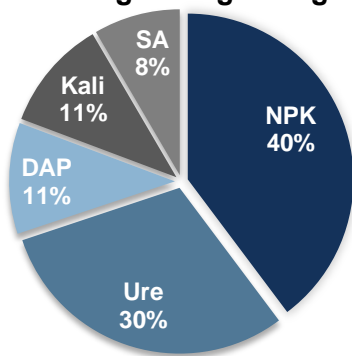
Sản phẩm thay thế: Các sản phẩm thay thế khác như phân bón tổng hợp NPK, phân DAP, phân vi sinh... với thành phần là đạm nhưng có bổ sung thêm các loại chất dinh dưỡng khác, tạo ra sự thuận lợi trong việc sử dụng khi đã được pha trộn sẵn. Hiện nhu cầu sử dụng NPK hơn 3 triệu tấn/năm trong khi năng lực sản xuất trong nước khoảng 3,6-3,8 triệu tấn. Nhu cầu sử dụng NPK có hàm lượng trung, vì lượng ngày càng cao do các nhà máy trong nước chưa đáp ứng được nên hàng năm việc nhập khẩu NPK khoảng 300.000 tấn/năm. Về phân bón DAP, DAP có 18% đạm và 46% phân lân. Tuy nhiên, do giá DAP thường cao hơn nhiều so với ure nên người dân thích lựa chọn ure hơn.

Bốn nhà máy đạm lớn nhất Việt Nam



Nguồn: Bizlive và FPTS tổng hợp

Nhu cầu các loại phân bón tại Việt Nam trong những năm gần đây



Nguồn: Bộ NN&PTNT

Dự phóng kết quả kinh doanh DCM giai đoạn 2014-2018

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	6.257.132	5.863.468	5.933.746	5.646.330	5.748.316	5.321.828
Giá vốn hàng bán	5.082.871	4.626.862	4.723.799	4.437.753	4.571.146	4.191.834
Lợi nhuận gộp	1.176.763	1.236.605	1.209.946	1.208.577	1.177.170	1.129.994
Chi phí bán hàng	136.892	128.229	129.766	123.480	125.710	116.384
Chi phí quản lý doanh nghiệp	99.694	93.385	94.504	89.927	91.551	84.758
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	940.177	1.014.992	985.677	995.171	959.909	928.852
Thu nhập từ HĐTC	- 19.177	2.220	16.619	37.392	68.620	98.498
Thu nhập từ công ty liên kết và khác	36.828	34.511	34.924	33.233	33.833	31.323
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)	957.827	1.051.722	1.037.220	1.065.796	1.062.362	1.058.673
- Chi phí lãi vay	432.256	345.205	321.418	276.023	232.805	189.588
Lợi nhuận trước thuế	525.572	706.517	715.802	789.773	829.557	869.085
Thuế TNDN	- 350	-	-	39.489	41.478	43.454
Lợi nhuận sau thuế	525.222	706.517	715.802	750.284	788.079	825.631
LNST riêng công ty mẹ	525.222	706.517	715.802	750.284	788.079	825.631
EPS	-	1.706	1.352	1.417	1.489	1.560

Dự phóng bảng cân đối kế toán DCM giai đoạn 2014-2018

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.348.183	3.669.001	3.541.261	3.625.623	3.753.853	4.028.082
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu	43.166	25.730	26.039	24.777	25.225	23.353
Hàng tồn kho	417.469	315.497	322.107	302.602	311.698	285.833
Tài sản ngắn hạn khác	93.772	93.772	93.772	93.772	93.772	93.772
Tổng tài sản ngắn hạn	2.902.590	4.104.000	3.983.178	4.046.774	4.184.547	4.431.040
Tài sản cố định (giá trị còn lại)	11.146.371	10.994.889	9.960.743	8.921.038	7.878.252	6.832.310
Xây dựng cơ bản dở dang	3.708	-	-	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	137.191	137.191	137.191	137.191	137.191	137.191
Giá trị ròng TSĐT	25.150	25.150	25.150	25.150	25.150	25.150
Tổng tài sản dài hạn	11.312.420	11.157.230	10.123.084	9.083.379	8.040.593	6.994.651
TỔNG TÀI SẢN	14.215.010	15.261.229	14.106.262	13.130.153	12.225.140	11.425.692
Các khoản phải trả	388.835	307.494	313.936	294.926	303.791	278.583
Vay ngắn hạn	1.369.602	1.244.199	1.244.199	1.244.199	1.082.602	1.082.602
Nợ ngắn hạn khác	444.552	634.574	421.408	400.996	408.239	377.950
Tổng nợ ngắn hạn	2.202.989	2.186.267	1.979.542	1.940.120	1.794.632	1.739.135
Vay dài hạn	8.568.576	7.278.811	6.034.613	4.790.414	3.707.812	2.625.210
Nợ dài hạn khác	9.643	9.241	9.921	9.171	8.536	7.948
Tổng nợ dài hạn	-	7.288.052	6.044.534	4.799.584	3.716.348	2.633.158
Tổng nợ	10.781.208	9.474.319	8.024.076	6.739.705	5.510.980	4.372.292
Vốn điều lệ	3.198.074	5.294.605	5.294.605	5.294.605	5.294.605	5.294.605
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0	0
Chênh lệch tỷ giá	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại và các quỹ	235.727	527.631	823.371	1.133.358	1.458.960	1.800.076
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	3.433.802	5.786.910	6.082.186	6.390.448	6.714.160	7.053.400
TỔNG NGUỒN VỐN	14.215.010	15.261.229	14.106.262	13.130.153	12.225.140	11.425.692

Dự phóng lưu chuyển tiền tệ DCM giai đoạn 2014-2018

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tiền đầu đầu kỳ	1.806.396	2.348.183	3.563.909	3.436.634	3.522.720	3.652.839
Lợi nhuận sau thuế	525.275	706.517	715.802	750.284	788.079	825.631
Khấu hao	1.324.145	1.227.801	1.073.065	1.076.739	1.080.489	1.080.847
Điều chỉnh các khoản không dùng tiền mặt	(221.544)	(185.022)	(158.013)	(131.003)	(103.993)	(80.491)
Hoạt động khác	-	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	174.315	227.688	-212.962	-19.407	5.930	-28.349
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	1.802.977	2.162.007	1.575.904	1.807.616	1.874.498	1.878.129
Thanh lý TSCĐ	-	-	-	-	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	-41.057	-38.458	-38.919	-37.034	-37.703	-34.906
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-	-	-	-	-	-
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	-	-	-	-	-	-
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	-	-	-	-	-	-
HĐĐT khác	-	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	75.607	-38.458	-38.919	-37.034	-37.703	-34.906
Cổ tức đã trả	-648.898	-414.613	-420.062	-440.298	-462.477	-484.514
Tăng/Giảm vốn	681.703	921.960	-	-	-	-
Thay đổi nợ ngắn hạn	1.369.602	(125.404)	(0)	-	(161.597)	-
Thay đổi nợ dài hạn	(687.899)	(1.289.765)	(1.244.199)	(1.244.199)	(1.082.602)	(1.082.602)
Các HĐTC khác	103.809	0	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	785.512	-1.415.169	-1.244.199	-1.244.199	-1.244.199	-1.082.602
Tổng lưu chuyển tiền tệ trong kỳ	2.015.199	1.215.726	-127.276	86.086	130.120	276.107
Tiền cuối kỳ	3.821.267	3.563.909	3.436.634	3.522.720	3.652.839	3.928.946

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

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 0 cổ phiếu PVCFC và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

Tầng 2- Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

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) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888