

**DCM – NĂM GIỮ**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(Ngày 09/08/2017)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	13.650
KLGD TB 10 phiên	2.422.876
Vốn hoá (tỷ đồng)	7.623,36
Số lượng CPLH	529.400.000

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Ngô Duy Tài  
ndtai@vcbs.com.vn  
(+84) 1645 406 727

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**DCM: BIÊN LỢI NHUẬN GỘP TĂNG TRƯỞNG BẤT THƯỜNG DÙ GIÁ KHÍ ĐANG TRONG XU HƯỚNG TĂNG**

**DCM công bố KQKD Q2.2017 với DTT đạt hơn 1.831,3 tỷ đồng (+33% yoy) và LNST đạt 273,7 tỷ đồng (+16% yoy).** Lũy kế 6T.2017, công ty đã đạt DTT và LNST tương ứng 3.037 tỷ đồng (+31,6% yoy) và 560,1 tỷ đồng (+60,5% yoy) – tương đương với EPS trailing là 1.450 đồng/cổ phiếu và P/E trailing là 9.72 (thị giá ngày 07/08/2017 là 14.500 đồng/cp).

**Biên lợi nhuận gộp tăng trưởng bất thường so với cùng kỳ mặc dù giá khí vẫn đang trong xu hướng tiêu cực.** Trong 6T.2017, biên lợi nhuận gộp của DCM đạt 37% (+10% yoy). Trong khi đó, giá khí thả nổi đã tăng từ 3,39 USD/MMBTU lên 4,93 USD/MMBTU (+45% yoy, đã bao gồm VAT). Trong trường hợp xấu nhất, **DCM sẽ phải hồi tố lại giá nguyên vật liệu đầu vào khi PVN tính lại giá khí cung cấp cho DCM vào cuối năm 2017.**

**Triển vọng và Rủi ro:** Tình hình thời tiết thuận lợi cùng với các chính sách hỗ trợ ngành sẽ là động lực chính thúc đẩy ngành Phân bón nói chung và Đạm Cà Mau nói riêng phát triển trong thời gian sắp tới. Bên cạnh nhận được những động lực hỗ trợ chung của toàn ngành, DCM vẫn phải chịu tác động không nhỏ đến từ tình hình giá phân Ure nếu thị trường thế giới tiếp tục diễn biến theo chiều hướng tiêu cực, cũng như những biến động trong rủi ro về tỷ giá.

**Đánh giá:** VCBS ước tính công ty sẽ đạt DTT và LNST năm 2017 tương ứng 5.913 tỷ đồng (+20,4% yoy) và 731 tỷ đồng (+17,1% yoy) hoàn thành 115 % kế hoạch năm. Với dự phóng nói trên, EPS cả năm 2017 sẽ nằm trong khoảng 1.380 đồng/cổ phiếu. Hiện tại, mức giá ngày 09/08/2017 là 13.650 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi duy trì đánh giá **NĂM GIỮ** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu DCM.

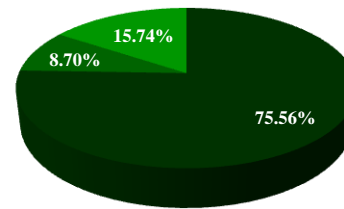
Chỉ tiêu tài chính	2014	2015	2016	2017F
DTT (tỷ đồng)	6.044	5.582	4.910	5.913
+/- yoy (%)	-3,3	-7,2	-12,3	20,4
LNST (tỷ đồng)	820	712	624	731
+/- yoy (%)	+54,4	-13,2	-12,4	+17,1
TS LN gộp (%)	23,8	28,7	26,4	31,4
EPS - TTM (đồng)	1.653	1.988	1.338	1.380
P/E	10,9	9,64	8,67	8,9

(Nguồn VCBS, DCM)

## SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

- Lịch sử hình thành** Công ty CP Phân bón Dầu khí Cà Mau tiền thân là Ban QLDA Cụm Khí Điện Đạm Cà Mau, trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam sở hữu 100% vốn. Năm 2012 là năm đầu tiên Nhà máy Đạm Cà Mau với công suất 800.000 tấn/năm đi vào hoạt động sản xuất kinh doanh đưa sản phẩm Đạm Cà Mau ra thị trường. Ngày 11/3/2014, Hội đồng Thành viên Tập đoàn Dầu khí Việt Nam quyết định Cổ phần hóa Công ty TNHH MTV Phân bón Dầu khí Cà Mau. Đến ngày 15/01/2015, Công ty chính thức trở thành công ty cổ phần với vốn điều lệ của công ty tại thời điểm cổ phần hóa (chưa thay đổi cho đến thời điểm hiện tại) là 5.294 tỷ đồng.
- Ngành nghề sản xuất kinh doanh** Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau đang hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh chính là sản xuất và buôn bán các loại phân bón và hóa chất. Trong đó, hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi của công ty vẫn là sản xuất và buôn bán phân Ure hạt đục mang thương hiệu Đạm Cà Mau, chiếm hơn 90% doanh thu và lợi nhuận hàng năm. Bên cạnh đó, DCM còn buôn bán các mặt hàng hóa chất khác như Amoniac, CO2... là những thành phần trung gian trong việc sản xuất phân Ure từ khí thiên nhiên và các sản phẩm phân bón tự doanh được công ty nhập khẩu và đóng gói nhãn hiệu như: DAP Cà Mau, NPK Cà Mau, SA Cà Mau...
- Cơ cấu cổ đông** Hiện tại, cơ cấu cổ đông của Đạm Cà Mau là khá cô đặc. Trong đó Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và Công ty Cổ phần Quản lý quỹ Đầu tư Tài chính Dầu khí nắm gần 85% số cổ phiếu đang lưu hành của công ty, 15% còn lại là các nhà đầu tư nhỏ lẻ và cổ phiếu trôi nổi trên thị trường.

**Cơ cấu cổ đông tính đến Q2.2017**



■ Tập đoàn Dầu khí Việt Nam ■ CTCP Quản lý quỹ và Đầu tư Tài chính Dầu khí ■ Khác

*Nguồn: VCBS tổng hợp*

## KQKD 6T.2017

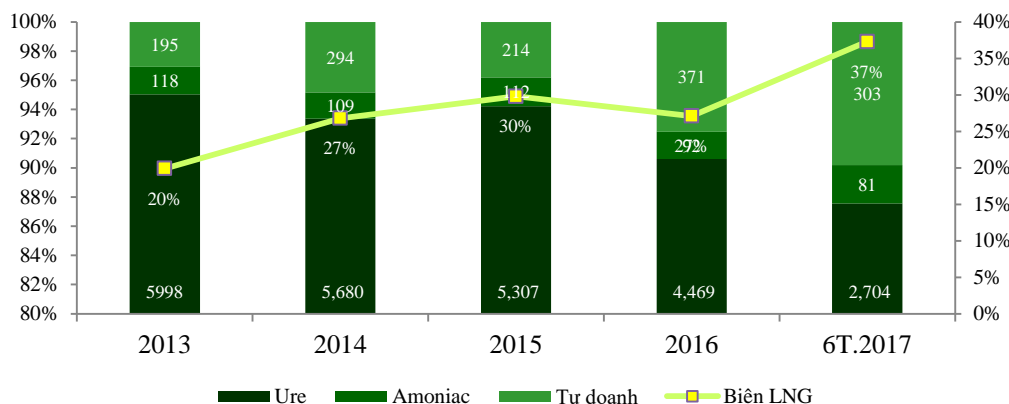
**Cập nhật KQKD 6T.2017** DCM đã công bố báo cáo tài chính hợp nhất chưa soát xét Q2.2017 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế trong 6 tháng đầu năm ghi nhận sự tăng trưởng tốt. Cụ thể, DTT hợp nhất Q2.2017 của DCM đạt hơn 1.831,4 tỷ đồng (+33% yoy) và LNST đạt 273,7 tỷ đồng (+16% yoy). Lũy kế 6T.2017 DCM đã cho thấy kết quả kinh doanh tăng trưởng đột biến, trong đó DTT đạt 3,037 tỷ đồng (+31,6% yoy) đem về hơn 560 tỷ đồng LNST (+60,5% yoy). Như vậy, kết thúc 6T.2017, DCM đã hoàn thành 56,8% kế hoạch doanh thu và 83% kế hoạch LNST.

**Hiện tại nhà máy DCM đã nâng công suất thành công lên 110% sau đợt thử nghiệm vào cuối năm 2016 tương đương mức sản xuất tối đa mà nhà máy đạt được là 880.000 tấn/năm.** Nếu nhà máy chạy với công suất tối đa thì sản lượng còn lại mà nhà máy có thể sản xuất được trong 6 tháng cuối năm là 420.000 tấn. Hiện tại lượng tồn kho thành phẩm trong Q.2 của công ty chỉ còn hơn 200 tỷ đồng. Vì vậy chúng tôi đánh giá KQKD của DCM trong 6T cuối năm sẽ không được khả quan như 6T đầu năm nếu giá nguyên vật liệu đầu vào tiếp tục tăng và giá Ure tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực từ thế giới.

	DVT	6T.2017	6T.2016	Kế hoạch 2017	Tỷ lệ hoàn thành (%)
<b>Sản lượng sản xuất</b>	Nghìn tấn	460	400,55	752	61
<b>Sản lượng tiêu thụ</b>	Nghìn tấn	442,7	404,35	752	59

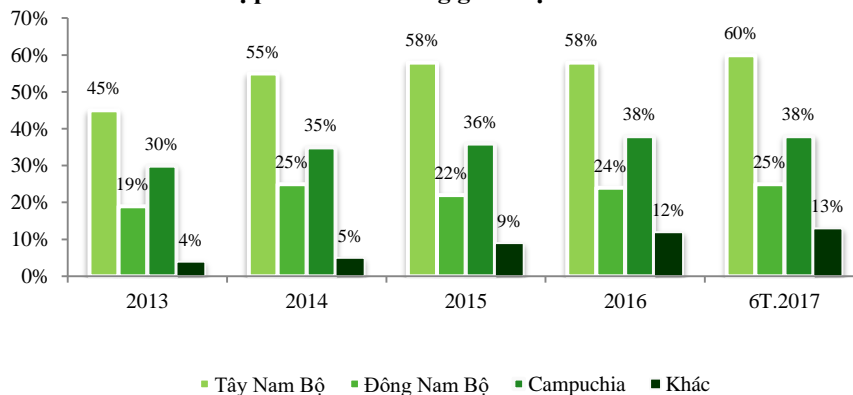
**Doanh thu phân bốn tự doanh tăng mạnh so với cùng kỳ.** Trong 6 tháng đầu năm, mảng tự doanh đã đóng góp hơn 300 tỷ đồng vào tổng doanh thu của DCM, tăng gấp 20 lần so với con số 15 tỷ cùng kỳ năm ngoái với biên lợi nhuận gộp đạt 9,57% (+9% yoy).

**Cơ cấu doanh thu và biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2013-6T.2017**



**Gia tăng thị phần tại các thị trường tiêu thụ trọng điểm 6T.2017.** Trong đó thị phần tại Tây Nam Bộ là thị trường tiêu thụ chính của DCM chiếm 60% tăng trưởng 7% so với 2016; thị phần tại các thị trường Tây Nguyên và thị trường Đông Nam Bộ lần lượt đạt 25%.

**Thị phần DCM trong giai đoạn 2013-6T.2017**

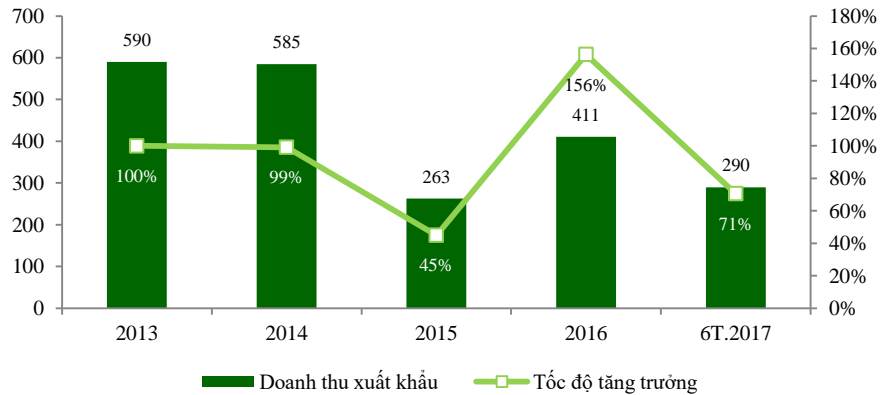


*Nguồn: VCBS tổng hợp*

**Doanh thu xuất khẩu tăng trưởng khả quan** đạt 249 tỷ đồng, tăng trưởng 224% so với cùng kỳ năm trước, đóng góp 8.2% tổng doanh thu nhờ việc đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu sang thị trường Campuchia. Thị phần tiêu thụ của DCM ở thị trường này cũng ghi nhận sự đột phá khi gia tăng lên mức 38%, tăng trưởng hơn 26% so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu xuất khẩu của DCM vẫn tăng trưởng liên tục trong 3 năm gần đây mặc dù doanh thu trong nước vẫn giảm.

Trong lĩnh vực phân bón, nhu cầu Ure của Campuchia khoảng 250.000 tấn một năm trong đó 90% là Ure hạt đục tập trung tiêu thụ tại các vùng tiêu thụ trọng điểm như khu vực Biển Hồ và các tỉnh giáp ranh với biên giới Việt Nam. Đây là thế mạnh giúp DCM tạo năng lực cạnh tranh so với các đối thủ khác khi có được lợi thế từ khoảng cách địa lý, giảm thiểu chi phí logistic và duy trì giá bán hợp lý. Thị trường xuất khẩu Campuchia được kỳ vọng sẽ tiếp tục trở thành một trong những động lực chủ đạo của DCM bên cạnh các thị trường tiêu thụ nội địa.

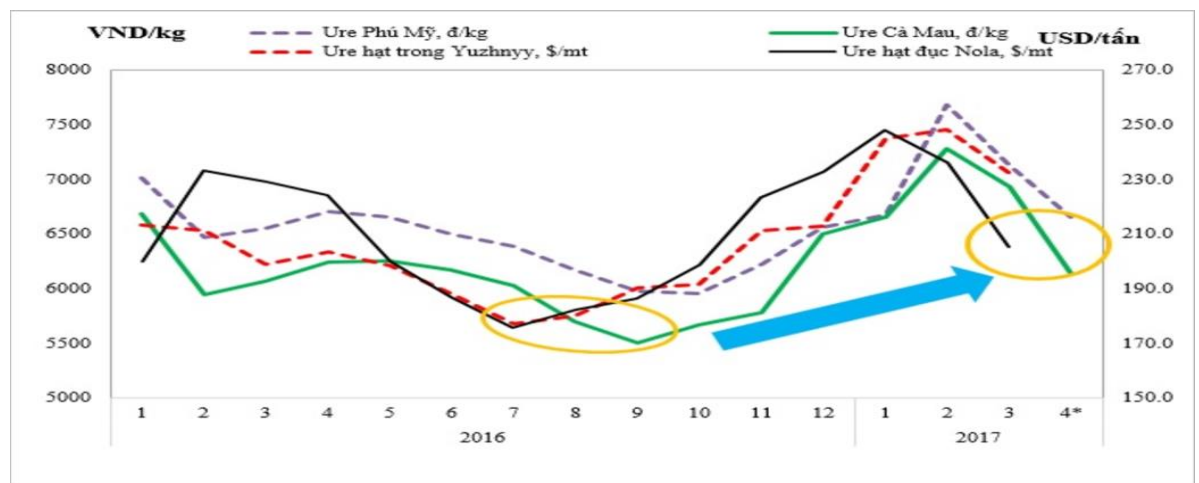
**Tốc độ tăng trưởng doanh thu xuất khẩu DCM**



Nguồn: VCBS tổng hợp

**Giá phân bón ure trong nước hồi phục.** Sau giai đoạn giảm mạnh và đi ngang trong 11 tháng đầu năm 2016 do ảnh hưởng từ giá nguyên liệu tăng (dầu khí, than đá...). Tình hình giá phân Ure thế giới đã có sự chuyển mình khả quan trở lại khi giá bán Ure hồi phục mạnh từ tháng 12/2016. Tuy nhiên, bắt đầu từ tháng 3/2017 giá Ure trong nước và thế giới bắt đầu quay trở lại xu hướng giảm khi nhu cầu phân bón trong vụ Hè-Thu thấp cùng với nguồn cung từ sản xuất trong nước và nhập khẩu vẫn dồi dào. Tuy vậy, giá Ure hạt đục đã bán bình quân 5 tháng đầu năm 2017 của DCM vẫn tăng trưởng hơn 8% so với mức giá bán trong năm 2016.

**Giá các loại phân bón trong nước trong giai đoạn 2016-T5.2017**

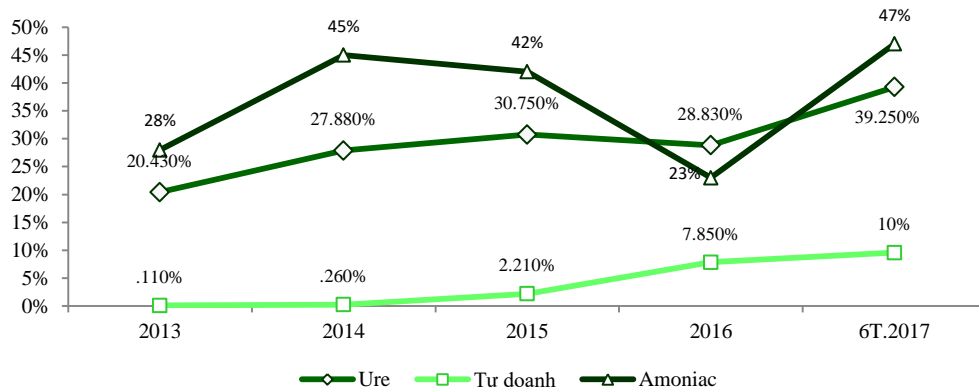


Nguồn: AgroMonitor, VCBS tổng hợp

**Biên lợi nhuận gộp tăng trưởng bất thường mặc dù giá khí tăng mạnh.** Trong 6T.2017 biên lợi nhuận gộp của DCM đạt 37% tăng 10% yoy. Cụ thể biên LNG của phân Ure hạt đục là 30% (+5% yoy), Amoniac đạt 47% (+21% yoy) và phân bón tự doanh là 9.6% (+9% yoy). Trong khi đó giá khí thả nổi đã tăng 40% so với

cùng kỳ năm ngoái. Biến động giá khí thiên nhiên ảnh hưởng rất lớn đến biên LNG của DCM do giá vốn hàng bán chiếm trung bình khoảng 70%-77% tổng doanh thu của DCM, trong đó **khí thiên nhiên chiếm 70% giá vốn hàng bán**. Hiện tại, DCM vẫn đang trong giai đoạn được hỗ trợ giá từ Tập đoàn dầu khí Việt Nam PVN theo hợp đồng mua bán khí được điều chỉnh hằng năm trong giai đoạn từ 2015-2018 nhưng vẫn đảm bảo suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của DCM đạt trên 12%. Nguyên nhân là do DCM mua khí từ mỏ PM3-CAA thông qua đường ống dẫn khí PM3 và giá được tính theo giá thế giới. Tuy nhiên, giá khí qua đường ống PM3 Cà Mau cao hơn so với giá khí qua đường ống Phú Mỹ nên sẽ là bất lợi cho DCM trong khoảng thời gian đầu tiên công ty mới đi vào hoạt động. Sau khoảng thời gian này công ty sẽ mua giá khí hoàn toàn theo giá thả nổi của thế giới. **Theo dự đoán của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp của DCM sau năm 2018 sẽ bị ảnh hưởng đáng kể nếu giá khí vẫn tiếp tục xu hướng tăng.**

**Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh của DCM**



Nguồn: VCBS tổng hợp

**Chi phí phát sinh trong kỳ tăng cao**, mặc dù doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh của DCM trong Q.2 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm trước (+35% yoy), tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 37% (+ 10% yoy) nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ tăng nhẹ (+16% yoy). Nguyên nhân là do chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng so với cùng kỳ. Trong đó, chi phí bán hàng tăng từ 138 tỷ lên hơn 223 tỷ (+62% yoy) nguyên nhân là do trong Q.2, công ty liên tục mở rộng thị phần xuất khẩu sang Campuchia làm cho gia tăng các chi phí vận chuyển hàng hóa, bốc xếp lưu kho. Ngoài ra DCM còn liên kết với đơn vị tư vấn Richard Moore Associates hoàn thành bộ chiến lược thương hiệu và truyền thông, thay đổi mẫu mã bao bì sản phẩm đồng thời tổ chức nhiều sự kiện truyền thông kỷ niệm 6 năm thành lập nhà máy và chào mừng nhà máy đạt mốc sản xuất 4 triệu tấn... đã làm gia tăng chi phí các dịch vụ mua ngoài và các chi phí quản lý doanh nghiệp khác.

**Áp lực chi phí tài chính lên lợi nhuận giảm so với cùng kỳ do 2 nguyên nhân chính.** (1)DCM tiếp tục tiết giảm chi phí lãi vay, cụ thể DCM đã thanh toán được hơn 50% khoản vay dùng để đầu tư dự án nhà máy Đạm Cà Mau. Tốc độ tiết giảm chi phí lãi vay trung bình hằng năm của công ty là hơn 20%; (2)Chi phí lỗ do chênh lệch tỷ giá giảm do tình hình biến động tỷ giá trong 6 tháng đầu năm không nhiều so với cùng kỳ năm ngoái. Hiện tại khoản dư nợ vay gốc bằng ngoại tệ của DCM còn lại là 231 triệu USD.

## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Là một doanh nghiệp đầu ngành với tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khá tốt, tình hình tài chính của DCM trong những năm qua luôn được duy trì ở mức khả quan. Nhìn sâu vào sức khỏe tài chính của doanh nghiệp này, chúng tôi có một vài đánh giá sau đây:

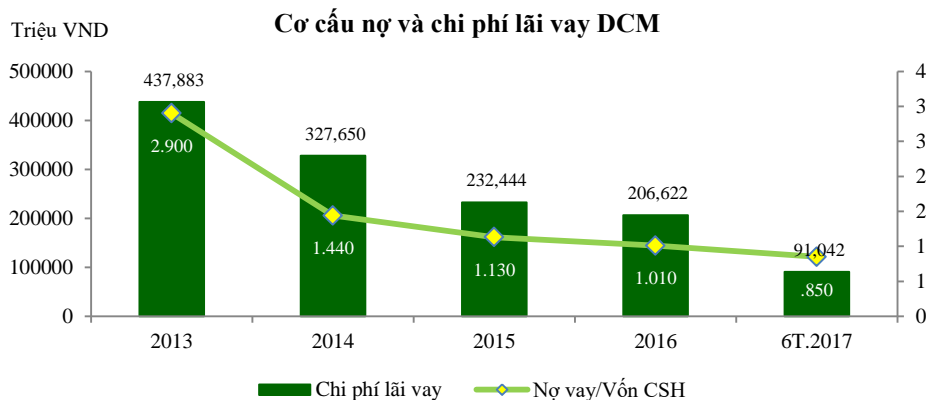
## Hiệu quả hoạt động

Nhìn chung về hiệu quả quản lý tài sản của DCM là khá tốt trong khoảng thời gian gần đây. Trong đó, hàng tồn kho giảm mạnh từ 591,2 tỷ trong Q.1 xuống còn 372,9 tỷ trong Q.2 tương đương 37%, nguyên nhân là do công ty luôn chủ động gia tăng sản xuất trong những tháng đầu năm nhằm chủ động lượng hàng trong Q.2 là thời gian cao điểm sử dụng phân bón khi tại các tỉnh ĐBSCL đã xuống giống trong đầu vụ Hè-Thu.

Cùng với đó là sự sụt giảm trong các khoản phải thu của DCM, tính đến cuối Q.2 khoản phải thu còn lại của công ty là 383 tỷ đồng (-20.4% ytd). Sự sụt giảm khoản phải thu chủ yếu từ khoản tiền mua khí hơn 116 tỷ đồng đã thu hồi từ Tập đoàn Dầu khí Việt Nam trong Q.1/2017. Về khoản phải thu liên quan đến giai đoạn cổ phần hóa, DCM đang cùng với Tập đoàn Dầu khí Việt Nam thực hiện các thủ tục quyết toán phần vốn Nhà nước và khoản phải thu này sẽ được thu hồi khi việc quyết toán hoàn tất.

## Cơ cấu nguồn vốn

Hiện tại DCM đã trả được hơn 50% nợ vay trong tổng số 11.000 tỷ tài trợ cho việc xây dựng nhà máy Đạm Cà Mau, tuy nhiên hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu của DCM là 1:1 vẫn còn khá cao so với những doanh nghiệp trong ngành. Trung bình hằng năm lãi vay mà DCM phải chịu là hơn 200 tỷ đồng. Ngoài ra DCM còn chịu rủi ro từ khoản vay ngoại tệ hơn 231 triệu USD tính tới Q.2/2017. **Như vậy mỗi khi tỷ giá USD/VND biến động 1% thì công ty sẽ chịu một khoản lãi/lỗ hơn 50 tỷ đồng.** Để phòng ngừa rủi ro đó, DCM đang làm việc với Bộ Tài Chính và các ngân hàng thương mại để tái cơ cấu khoản vay ngoại tệ. Ngoài ra, DCM cũng thực hiện gia tăng dự trữ ngoại tệ từ hoạt động xuất khẩu phân bón của mình. Chúng tôi đánh giá việc cơ cấu khoản vay ngoại tệ của DCM khi làm việc với Bộ Tài Chính và các ngân hàng thương mại khác chỉ giải quyết được vấn đề về lãi suất chứ không thể giải quyết hoàn toàn rủi ro về biến động tỷ giá.



Nguồn: VCBS tổng hợp

## Phân tích dòng tiền

Trong 6 tháng đầu năm 2017, mặc dù chịu nhiều áp lực về trả lãi vay và nợ gốc nhưng dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh vẫn bù đắp được sự thiếu hụt trong dòng tiền của hoạt động tài chính và đầu tư. Trong đó, lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của công ty đạt 1.440 tỷ (+273% yoy). Nguyên nhân là do lợi nhuận đột biến trong 6 tháng đầu năm, cùng với sự sụt giảm về các khoản phải thu và khoản phải nộp vào quỹ hỗ trợ sắp xếp doanh nghiệp của Tập đoàn dầu khí Việt Nam sau cổ phần hóa như đã phân tích ở trên. Hiện tại khấu hao của nhà máy Đạm Cà Mau hằng năm là 1.300 tỷ đồng. Dự tính đến năm 2020 DCM sẽ trả hết nợ từ nhà máy Đạm Cà Mau và khấu hao lũy kế vào khoảng 70% nguyên giá của nhà máy.

## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

### Tích cực:

**Tình hình thời tiết diễn biến thuận lợi thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng phân bón chính**, từ đầu năm 2017 ngành phân bón đã cho thấy tín hiệu hồi phục khi mà hiện tượng El Nino chấm dứt, thời tiết thuận lợi giúp hoạt động sản xuất nông nghiệp được cải thiện. Bên cạnh đó, giá các loại cây công nghiệp như cao su,

cà phê, điều...hồi phục mạnh cũng là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp phân bón trong năm 2017. Theo Agrimonitor, thời tiết thuận lợi sẽ giúp nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng phân bón chính (NPK và Ure) tăng 2-5% trong năm 2017.

**Các chính sách hỗ trợ ngành phân bón**, chính phủ ban hành các chính sách hỗ trợ ngành phân bón trong nước cũng như nâng cao năng lực cạnh tranh. Vào ngày 29/5/2017 Bộ Công Thương đã ban hành thông tư 07/2017/TT-BCT chính thức bỏ chế độ cấp phép nhập khẩu tự động phân bón nhằm giảm thiểu chi phí và các thủ tục rắc rối đối với các doanh nghiệp trong nước. Bên cạnh đó đề xuất đưa phân bón từ mặt hàng không chịu thuế VAT sang chịu thuế 0% đang được các doanh nghiệp phân bón trong nước kỳ vọng sẽ là động lực phát triển lớn trong giai đoạn 6T cuối năm 2017 và 2018. Gần đây nhất, ngày 04/08/2017 Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định về việc áp dụng biện pháp tự vệ tạm thời đối với sản phẩm DAP và MAP với mức thuế hơn 1,8 triệu đồng/tấn. Mặc dù DCM vẫn có kinh doanh thương mại mặt hàng phân DAP bằng cách nhập khẩu và đóng gói và bán ra thị trường với nhãn hiệu DAP Cà Mau nhưng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu của mặt hàng này là khá nhỏ. Vì vậy, chúng tôi đánh giá DCM sẽ không chịu tác động nhiều từ quyết định áp thuế tự vệ này.

## Tiêu cực

**Tình trạng thừa cung và cạnh tranh gay gắt**, bên cạnh các động lực thúc đẩy phát triển, DCM cũng như cả ngành phân bón vẫn đang phải đối mặt với các khó khăn phía trước khi mặt hàng phân bón đang trong tình trạng thừa cung trong các năm trở lại đây. Ngoài việc cạnh tranh gay gắt đối với các doanh nghiệp trong nước, còn phải đối mặt với lượng nhập khẩu phân bón bên ngoài, đặc biệt từ Trung Quốc khiến tình hình cạnh tranh thêm khốc liệt. Hiện nay, Trung Quốc vẫn là thị trường chủ lực cung cấp phân bón cho Việt Nam. Trong 6T đầu năm 2017 tổng lượng phân bón nhập khẩu đạt 2,374 triệu tấn tương đương 641,331 triệu USD (+20% yoy). Mặt hàng Ure là sản phẩm kinh doanh chính của DCM thường xuyên bị nhập lậu do Ure là mặt hàng có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong các sản phẩm phân bón khác như DAP, NPK, SA...

**Xu hướng giá giảm sau thời gian hồi phục ngắn**, giá Ure thế giới và trong nước Q.1 tăng so với cùng kỳ năm trước tuy nhiên sản lượng tiêu thụ giảm do ảnh hưởng từ biến đổi khí hậu và xu thế sử dụng phân phức hợp thay cho phân đơn. Bản tin CRU dự báo cung Ure vẫn lớn hơn cầu trong Q.3 và đầu Q.4 dẫn đến giá Ure tiếp tục duy trì ở mức thấp trong Q.3 và kỳ vọng sẽ phục hồi nhẹ trong Q.4 nhờ nhu cầu tăng và sự cắt giảm sản lượng của một số nhà sản xuất không chấp nhận giá thấp. Dự báo giá Ure thế giới vẫn giữ xu hướng giảm trong Q.3 tuy nhiên tốc độ giảm có chậm lại so với các tháng đầu năm.

## Định hướng phát triển của doanh nghiệp

**Tiếp tục giữ vững là doanh nghiệp đầu ngành trong sản xuất và phân phối phân bón với sản phẩm chính là Ure hạt đục**. Với lợi thế về nguyên liệu đầu vào được bảo đảm ROE 12% từ công ty mẹ PVN đến hết năm 2018, cùng với đó là thuế suất thu nhập doanh nghiệp ưu đãi giảm 50% đã tạo động lực để DCM liên tục gia tăng thị phần cũng như vị thế của công ty không chỉ trong nước mà còn ở một số quốc gia như Campuchia, Lào, Myanmar... Từ tháng 10/2016, công ty đã thành công trong việc nâng công suất nhà máy lên 110%, với công suất hiện tại sản lượng phân bón được sản xuất tối đa hàng năm của công ty là 880.000 tấn Ure/năm.

**Đầu tư phát triển sản phẩm mới**. Để tiếp tục gia tăng năng lực cạnh tranh và mở rộng thị phần, DCM đang đầu tư mạnh vào dự án phát triển sản phẩm mới (sản phẩm phân bón N46. Plus, sản phẩm phân bón thông minh...) cũng như ứng dụng các chính sách mới trong việc phân phối và quản lý cửa hàng (tháng 04/2017 DCM đã ký kết thỏa thuận hợp tác chiến lược với Tổng Công ty Viễn thông Viettel về việc cung cấp và ứng dụng công nghệ thông tin trong hoạt động sản xuất và kinh doanh của DCM). Chúng tôi đánh giá chiến lược đầu tư vào sản phẩm mới là bước đi đúng đắn của DCM khi mà hiện tại công ty không những phải cạnh tranh với các doanh nghiệp trong nước mà còn cạnh tranh với lượng hàng nhập khẩu dồi dào từ bên ngoài (thuế suất nhập khẩu Ure là 0%). Việc tạo ra được các sản phẩm đặc thù dựa trên lợi thế về hiểu biết khí hậu cũng như đất đai ở Việt Nam là điều cần thiết của DCM trong việc tạo dựng lợi thế cạnh tranh về sản phẩm so với những mặt hàng khác.

## Rủi ro đầu tư

**Rủi ro nguyên vật liệu đầu vào:** Hiện tại hợp đồng giá khí giữa DCM và Tập đoàn dầu khí PVN là chưa rõ ràng về giá, khi trong hợp đồng PVN chỉ cam kết đảm bảo suất sinh lời ROE trung bình là 12% cho DCM và **đến cuối năm PVN sẽ tính toán lại giá khí đầu vào cho cả năm của DCM** để đảm bảo mức lợi nhuận này. Giả sử rằng sản lượng cùng các chi phí khác trong giá vốn hàng bán là không đổi và giá Ure trung bình của DCM tăng 8% so với cùng kỳ, DCM mua khí với giá thả nổi của thị trường thì với tính toán của chúng tôi biên lợi nhuận gộp của DCM sẽ dao động trong khoảng 20-22% giảm mạnh so với con số 30% hiện tại. Chúng tôi dự đoán giá khí sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của DCM có thể là ngay trong 6T cuối năm này khi giá khí 6T đầu năm 2017 đã tăng 40% so với cùng kỳ và PVN sẽ tính toán lại giá khí cả năm cho DCM. Đến năm 2018 lúc đó DCM sẽ phải mua khí với giá thả nổi như đối thủ cạnh tranh DPM. Cũng xin nói thêm rằng biên LNG của DPM trong 6T.2017 là 27% (-8% yoy) giảm mạnh so với cùng kỳ năm ngoái do ảnh hưởng của giá khí đầu vào.

**Rủi ro tỷ giá:** Như đã phân tích trong phần cơ cấu nguồn vốn và nợ, hiện tại DCM đang phải chịu rủi ro khá lớn từ tỷ giá khi có khoản nợ vay 231 triệu USD. Tỷ giá trong nước giữa đồng USD và Việt Nam đang được chính phủ tính bằng cơ chế tỷ giá trung tâm. Bằng việc áp dụng cơ chế tỷ giá mới từ năm 2016, tỷ giá USD/VND sẽ chịu ảnh hưởng nhiều hơn từ thị trường quốc tế so với cơ chế tỷ giá cố định cũ. Trong năm 2016, do tác động của đồng USD tăng mạnh DCM đã phải chịu lỗ tỷ giá gần 120 tỷ đồng. Hiện tại, theo đánh giá của chúng tôi khả năng biến động của tỷ giá là vẫn còn trong 6T cuối năm 2017, đặc biệt là áp lực tăng lãi suất từ Fed và nhập siêu. Tuy nhiên với nguồn dự trữ ngoại hối lên cao kỷ lục là 42 tỷ USD hiện nay, Ngân hàng Nhà nước có thể can thiệp sâu hơn vào các đợt biến động, vì vậy nếu tỷ giá có tăng cũng sẽ khó mạnh như các năm trước.

## ĐỊNH GIÁ

### Kế hoạch 2017

#### ❖ Kế hoạch kinh doanh

Chỉ tiêu	Đơn vị tính	Kế hoạch 2017	Thực hiện 2016	%YoY
Sản lượng sản xuất	Nghìn Tấn	752	804	-6,5%
Sản lượng kinh doanh	Nghìn Tấn	752	812	-7,4%
Doanh thu	Tỷ đồng	5.328	5.218	+2,1%
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	633	629	+0,6%

DCM đặt kế hoạch kinh doanh năm 2017 khá thận trọng so với kết quả kinh doanh đã thực hiện được trong năm 2016, mặc dù ngay từ đầu năm thị trường phân bón đã được dự báo sẽ khả quan hơn so với cùng kỳ. Trong đó sản lượng sản xuất và tiêu thụ công ty ước tính đạt được trong năm 2017 là 752 nghìn tấn tương đương 94% công suất (-8% yoy). Doanh thu kế hoạch của công ty trong năm 2017 ước đạt 5.328 tỷ đồng tương đương mức giá Ure hạt đực Cà Mau 7.085 đồng/kg tăng 10,25% so với giá phân bón bình quân mà công ty bán được trong năm 2016.

#### ❖ Kế hoạch cổ tức

Trong kế hoạch chi trả cổ tức năm 2017, DCM dự kiến chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong 2 đợt với tỷ lệ **9%** VDL tương đương **900 đồng/cổ phiếu** thấp hơn 3% so với năm 2016. Trong đó, đợt 1 công ty đã trả vào ngày 15/06/2017 với tỷ lệ 5%. Chúng tôi đánh giá, với tỷ lệ chi trả cổ tức những năm gần đây đối với tình hình tài chính của công ty hiện tại là khá tốt trong đó, cổ tức/thị giá của DCM đạt hơn 7% trung bình mỗi năm.



## Phương pháp so sánh tương đối

### ❖ Dự phóng

Cho cả năm 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu của DCM đạt 6110 tỷ đồng (+22,9% yoy) và LNST đạt 731 tỷ đồng (+17,1 yoy) hoàn thành 115 % kế hoạch năm, tương đương với mức EPS forward 1.380 đồng/cổ phiếu, BVPS forward 12.212 đồng/cổ phiếu.

Mã	P/E	P/B
DPM	9,6	1,12
BFC	8,15	2,06
LAS	8,94	1,16
<b>TB</b>	<b>8,9</b>	<b>1,45</b>

(Nguồn VCBS)

#### Phương pháp so sánh P/E:

Giá hợp lý cổ phiếu = P/E trung vị các công ty tương đương x EPS ước cho 2017

$$= 8,9 \times 1.380$$

$$= 12.280$$

#### Phương pháp so sánh P/B:

Giá hợp lý cổ phiếu = P/B trung vị các công ty tương đương x BVPS ước cho 2017

$$= 1,45 \times 12.212$$

$$= 17.707$$

Mức giá hợp lý của cổ phiếu DCM là:

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh P/E	<b>12.280</b>	60%
So sánh P/B	<b>17.707</b>	40%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>14.450</b>	

## Phương pháp chiết khấu dòng tiền

### Giả định:

1. Doanh thu thuần từ hoạt động bán hàng và cung cấp dịch vụ cả năm 2017 đạt 5.913 tỷ đồng (+20,4%) và lợi nhuận sau thuế đạt 731 tỷ đồng (+13,1%).
2. Tốc độ tăng trưởng doanh thu kép hằng năm: CAGR= 2% (từ năm 2019-2021).
3. Tốc độ gia tăng giá vốn hàng bán hằng năm: CAGR= 6% (từ năm 2019-2021). Tỷ lệ tăng trưởng hằng năm kép của GV cao hơn DT là do từ năm 2019 công ty phải mua giá khí theo giá thế giới trong khi khấu hao nhà máy Đạm Cà Mau vẫn còn cao.
4. Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn:  $g = 2\%$ .

5. Hệ số beta: 0.62.

6. Chi phí sử dụng vốn: WACC = 12,19%.

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<b>EBIT</b>	954	675	384	284	227
<b>NOPAT</b>	763	540	307	227	181
+Khấu hao trong năm	1,254	1,298	1,312	1,326	1,358
<b>OCF</b>	2,017	1,838	1,619	1,554	1,540
<b>Capex</b>	220	343	258	423	489
<b>ΔNOWC</b>	-218	-78	-120	-37	89
<b>FCFF</b>	<b>2,015</b>	<b>1,572</b>	<b>1,481</b>	<b>1,167</b>	<b>962</b>
Lãi vay sau thuế	145	121	106	93	79
Vay nợ mới	-1,486	-644	-698	-785	-391
<b>FCFE</b>	<b>384</b>	<b>808</b>	<b>677</b>	<b>289</b>	<b>493</b>
<b>Định giá theo FCFF</b>					<b>14.120</b>
<b>Định giá theo FCFE</b>					<b>14.717</b>
<b>Giá hợp lý theo FCF</b>					<b>14.419</b>

Kết hợp 2 phương pháp so sánh tương đối và chiết khấu dòng tiền, tôi cho rằng giá trị hợp lý của DCM là: 14.435 đồng/cp

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	14.450	50%
Chiết khấu dòng tiền	14.419	50%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>14.435</b>	

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Với những tín hiệu khả quan trong hoạt động SXKD 6T.2017 của DCM, VCBS ước tính công ty sẽ đạt DT và LNST cả năm 2017 tương ứng 5.913 tỷ đồng (+20,4% yoy) và LNST đạt gần 731 tỷ đồng (+13,1% yoy). Với dự phóng nói trên, EPS cả năm 2017 sẽ nằm trong khoảng 1.380 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E là 10,5 lần (thị giá ngày 09/08/2017 là 13.650 đồng/cp). Tuy nhiên với diễn biến thị trường phân ure và thị trường giá khí biến động như hiện tại, cùng với đó DCM đang được giao dịch ở P/E khá cao so với trung bình ngành (P/E ngành 8,9). VCBS khuyến nghị **NĂM GIỮ ĐỐI VỚI MÃ CỔ PHIẾU DCM**.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Ngô Duy Tài**

Chuyên viên Phân tích

ndtai@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630