

Bùi Thị Phương

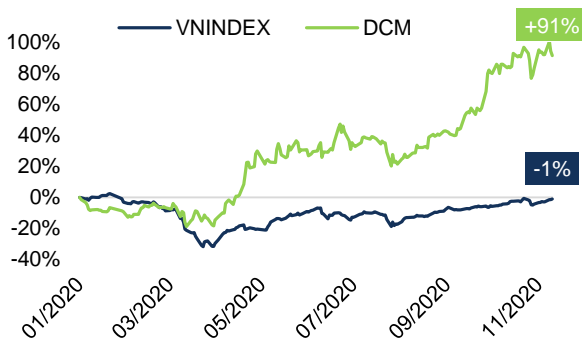
Chuyên viên phân tích

 Email: phuongbt@fpts.com.vn

Tel: (+84) 24 3773 9058 – Ext: 4312

Người phê duyệt báo cáo
Nguyễn Thị Kim Chi

Phó Giám đốc phân tích đầu tư

Biến động giá cổ phiếu DCM và VNINDEX


Thông tin giao dịch	11/11/2020
Giá hiện tại	12.350
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	13.050
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	5.290
Số lượng CP niêm yết (cp)	529.400.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	529.400.000
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	237.303
Vốn hóa (tỷ VND)	6.538,09
EPS trailing (VND/cp)	1.102
P/E trailing	11,2x

Thông tin doanh nghiệp	
Tên	Công ty cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau
Địa chỉ	Lô D, KCN đường Ngô Quyền, Phường 1, Thành phố Cà Mau
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại phân bón vô cơ và hữu cơ
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Giá khí nguyên liệu biến động mạnh

Cơ cấu cổ đông	01/11/2020
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)	75,6%
CT QLQ NH Đại chúng Việt Nam	8,5%
Cổ đông khác	15,9%

Giá thị trường (11/11/2020)	12.350	Khuyến nghị
Giá mục tiêu	14.800	MUA
Chênh lệch	+19,8%	

GIA TĂNG HIỆU SUẤT HOẠT ĐỘNG, TRIỂN VỌNG TỪ CHÍNH SÁCH THUẾ GTGT TỪ 2021

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DCM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Với kỳ vọng gia tăng hiệu suất hoạt động mảng Urê và sự thay đổi chính sách thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón từ năm 2021, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DCM với mục tiêu trung hạn, giá mục tiêu được xác định là **14.800 VND/cp**, +19,8% so với giá đóng cửa ngày 11/11/2020. [\(Chi tiết tổng hợp định giá\)](#)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

► **Mảng Urê tăng trưởng ổn định với thị phần tốp đầu trong nước và đẩy mạnh xuất khẩu ra thị trường Châu Á** [\(Chi tiết\)](#)

Phân Urê là sản phẩm chủ lực của DCM, chiếm ~78% tổng doanh thu và tăng trưởng ổn định qua các năm. Với việc gia tăng hiệu suất hoạt động từ 110% lên 115,6% CSTK trong năm 2021, sản lượng phân Urê có thể đáp ứng nhu cầu trong nước và chiến lược đẩy mạnh xuất khẩu của DCM.

► **Tiềm năng tăng trưởng từ sản phẩm NPK chất lượng cao**

Việt Nam hiện nhập khẩu từ 400 - 500 nghìn tấn phân NPK chất lượng cao (chiếm 11% - 13% tổng nhu cầu tiêu thụ) do chất lượng nguồn cung nội địa chưa đảm bảo. Nhà máy NPK công nghệ Urê hóa lỏng của DCM (CSTK 300.000 tấn/năm) dự kiến vận hành thương mại từ quý 1/2021. Với chiến lược gia nhập thị trường từ sớm, kỳ vọng đây là động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho DCM trong những năm tới. [\(Chi tiết\)](#)

► **Kỳ vọng hưởng lợi từ chính sách thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón từ năm 2021** [\(Chi tiết\)](#)

Chính sách thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón được trình Quốc hội 14, nếu được thông qua sẽ chính thức có hiệu lực từ 01/01/2021. DCM là một trong số các DN hưởng lợi nhất ngành khi tiết giảm được 2,3 - 2,5% chi phí giá vốn, khoảng 80 - 150 tỷ đồng mỗi năm, từ đó cải thiện biên lợi nhuận cho DCM.

► **Kết quả kinh doanh cải thiện khi DCM trả hết nợ vay vào năm 2021 và nhà máy hết khấu hao từ năm 2024** [\(Chi tiết\)](#)

Năm 2021, DCM trả khoản vay cuối cùng cho nghĩa vụ nợ khi xây dựng nhà máy Đạm Cà Mau. Năm 2024, nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao, kết quả kinh doanh kỳ vọng phản ánh chính xác hơn hiệu quả hoạt động của DCM trong những năm tới.

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- Rủi ro biến động giá khí nguyên liệu đầu vào do giá khí neo theo giá dầu FO và dầu thô Brent thị trường thế giới. [\(Chi tiết\)](#)

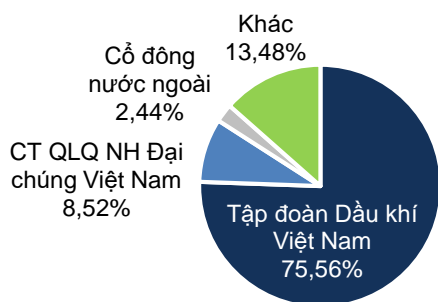
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành phát triển



Công ty cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (HSX: DCM) được thành lập vào năm 2011, trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Năm 2012, nhà máy đạm Cà Mau chính thức đi vào hoạt động với CSTK 800.000 tấn/năm. Tháng 11/2014, công ty tổ chức IPO thành công với 128,95 triệu cổ phiếu. Năm 2015, công ty chuyển sang hoạt động theo hình thức CTCP và niêm yết cổ phiếu trên sàn GDCK Hồ Chí Minh với mã chứng khoán là DCM.

Cơ cấu cổ đông - ngày 01/11/2020



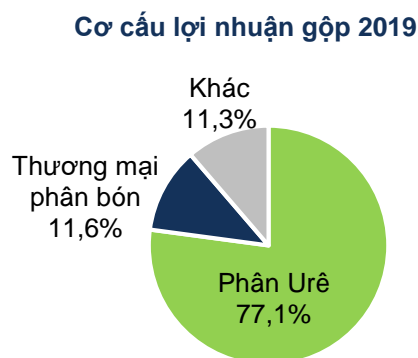
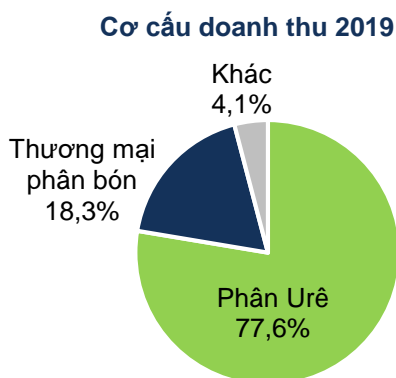
Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) là cổ đông lớn nhất và có quyền chi phối hoạt động của DCM. Năm giữ 75,6% cổ phần DCM, PVN thông qua các quyết định về chính sách đầu tư và chi trả cổ tức hàng năm. Cùng với đó, PVN cũng có nhiều chính sách hỗ trợ DCM trong giai đoạn đầu đi vào hoạt động như hỗ trợ giá khí đầu vào, đảm bảo ROE = 12%, hỗ trợ về thị trường tiêu thụ từ công ty thành viên của PVN. Theo lộ trình thoái vốn giai đoạn 2018 - 2020, PVN sẽ thoái vốn xuống 51% cổ phần tại DCM. Tuy nhiên, hiện tại vẫn chưa có phương án thoái vốn cụ thể từ phía PVN.

Cơ cấu tổ chức công ty

DCM chỉ sở hữu 01 công ty con là CTCP Bao bì Dầu khí Việt Nam (51,03%). Công ty con này chịu trách nhiệm sản xuất bao bì cho công ty mẹ. Ngoài ra, DCM không đầu tư vào công ty liên kết nào khác. Điều này giúp cho DCM tập trung các nguồn lực vào việc phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp.

Hoạt động kinh doanh chính



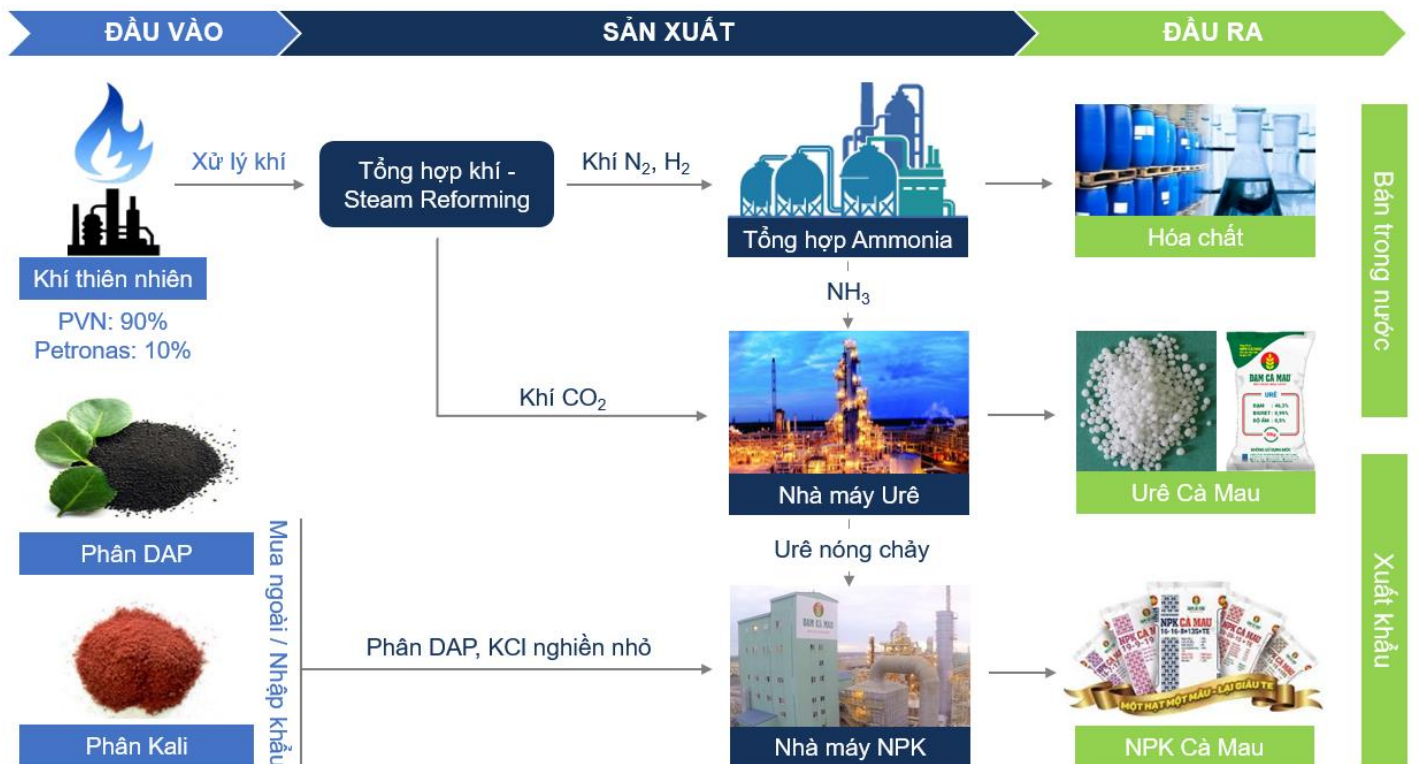
Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

- DCM sản xuất phân bón, hóa chất cơ bản và các hợp chất Ni-tơ.
- Kinh doanh thương mại các loại phân bón, hóa chất sử dụng trong ngành dầu khí, công - nông nghiệp.

Sản phẩm chính của DCM: phân Urê hạt đục, phân NPK (chuẩn bị sản xuất thương mại).

Các sản phẩm kinh doanh thương mại: phân Kali, SA, DAP,...

Các loại hóa chất như: Ammonia lỏng (NH₃), khí CO₂,...

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH
Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh của DCM


Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

Màng phân Urê

Khí thiên nhiên là nguyên liệu chính, chiếm ~50% chi phí giá vốn sản xuất phân Urê. PVN là nhà cung cấp khí thiên nhiên và quyết định chính sách giá khí bán cho DCM. Quy trình sản xuất Urê gồm 02 giai đoạn: (1) Tổng hợp Ammonia - NH₃, (2) Tổng hợp và tạo hạt Urê. Nhà máy Urê có công suất thiết kế là 800.000 tấn/năm. Sản phẩm đầu ra là phân Urê hạt đục – 46,3% N, được phân phối trong nước chủ yếu tại khu vực Tây Nam Bộ, Đông Nam Bộ, Tây Nguyên,... Ngoài ra, DCM xuất khẩu một phần phân Urê sang Campuchia và một số nước châu Á khác như Ấn Độ, Thái Lan, Srilanka,...

Sau quá trình sản xuất phân Urê, các loại hóa chất còn dư như: NH₃, CO₂, H₂,... được thu hồi và chưng cất, sau đó bán cho các nhà máy sản xuất phân bón, hóa chất trong nước.

Màng phân NPK

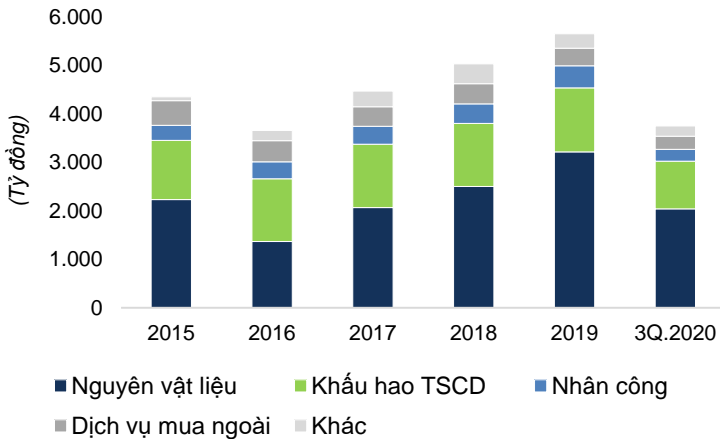
DCM sản xuất phân NPK bằng công nghệ Urê hóa lỏng, sử dụng phân Urê hạt đục tự sản xuất làm nguyên liệu. Nguyên liệu còn lại là phân DAP và Kali mua ngoài hoặc nhập khẩu. Hiện nhà máy NPK (CSTK 300.000 tấn/năm) đã được xây dựng xong và đang trong giai đoạn chạy thử. Dự kiến, năm 2021, nhà máy sẽ chính thức vận hành thương mại và đưa sản phẩm NPK ra thị trường.

Màng thương mại phân bón

Bên cạnh hoạt động sản xuất phân Urê, DCM đã tận dụng hệ thống phân phối và thương hiệu của mình để kinh doanh thêm các mặt hàng phân bón khác. DCM nhập khẩu các loại phân bón trong nước chưa sản xuất được hoặc đang thiếu nguồn cung như phân Kali, DAP, SA, NPK,... và phân phối dưới thương hiệu và bao bì của mình. Đây cũng là bước chuẩn bị thị trường cho sản phẩm NPK - công nghệ Urê hóa lỏng mà DCM tự sản xuất và kỳ vọng đưa ra thị trường năm 2021.

1. Đầu vào – khí thiên nhiên là nguyên liệu chính, chi phí quyết định biến động biên lợi nhuận của DCM

Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố



Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất, ~57% tổng chi phí sản xuất năm 2019. Nguyên vật liệu chính đầu vào là khí thiên nhiên, chi phí này biến động qua các năm theo chính sách giá khí được thông qua bởi PVN. Năm 2019, chính sách giá khí thay đổi, DCM không còn được hưởng ưu đãi về giá khí, khiến chi phí này tăng mạnh so với các năm trước đó.

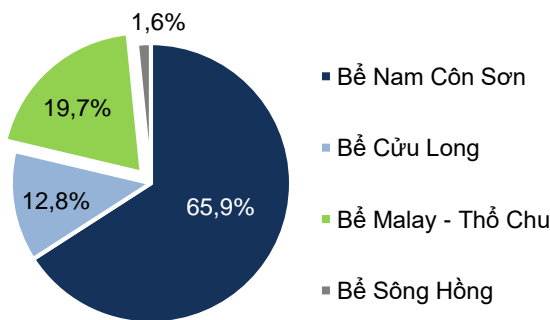
Nhà máy đạm Cà Mau mới đi vào hoạt động từ năm 2012 (~08 năm), chi phí khấu hao nhà máy khá lớn, chiếm ~20 – 30% tổng chi phí sản xuất của DCM. Ngoài ra, các chi phí khác chiếm tỷ trọng khá nhỏ và ổn định qua các năm như nhân công (8%), dịch vụ mua ngoài (7%) và các chi phí bằng tiền khác.

1.1. Chi phí khí thiên nhiên chiếm ~50% giá vốn sản xuất phân Urê và biến động theo giá dầu thế giới

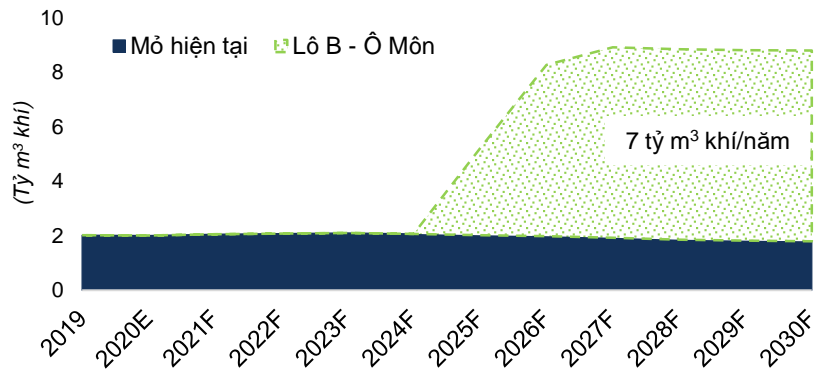
► Nguồn khí thiên nhiên cung cấp cho DCM từ Lô PM3 - CAA và Lô 46 - Cái Nước của bể Malay - Thổ Chu

Bể Malay – Thổ Chu nằm ở thềm lục địa Tây Nam Việt Nam, có tiềm năng khai thác dầu khí chỉ sau bể Nam Côn Sơn. Sản lượng khí khai thác đứng thứ 2, đạt 2,02 tỷ m³ khí/năm, chiếm ~20% tổng sản lượng khí năm 2019. Lô PM3 – CAA và Lô 46 – Cái Nước thuộc vùng chồng lấn giữa Việt Nam và Malaysia nên sản lượng và giá khí khai thác tại khu vực này phải thông qua thỏa thuận giữa PVN và Petronas - Malaysia. ([Chi tiết Phụ lục 01 – Nguồn khí](#))

Cơ cấu sản lượng khí theo bể dầu khí năm 2019



Dự báo nguồn cung khí khu vực Tây Nam Bộ năm 2020 - 2030



Nguồn: PVGAS, FPTS tổng hợp

Trước tình hình thiếu hụt nguồn cung khí cho cụm điện - đạm Cà Mau, PVN đã ký hợp đồng mua bổ sung 2,2 tỷ m³ khí/năm từ Petronas - Malaysia từ tháng 10/2019. Bên cạnh đó, dự án Lô B - Ô Môn đang được Chính phủ đẩy mạnh tiến độ đầu tư, các đối tác gấp rút đàm phán ký kết các hợp đồng thương mại. Dự kiến, dự án Lô B sẽ đi vào hoạt động và đón dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2024, bổ sung thêm 7 tỷ m³ khí/năm cho khu vực Tây Nam Bộ.

Với nhu cầu khí thiên nhiên cho sản xuất phân đạm hàng năm khoảng 500 triệu m³ khí (chiếm ~25% sản lượng khí khu vực Tây Nam Bộ năm 2019), DCM vẫn đang được đảm bảo đủ lượng khí đầu vào cho sản xuất. Với tiềm năng dự án Lô B – Ô Môn và chính sách ưu tiên sử dụng khí cho sản xuất phân đạm của PVN, chúng tôi cho rằng nguồn khí thiên nhiên cung cấp cho DCM kỳ vọng được đảm bảo trong 10 năm tới.

► DCM không còn được hưởng cơ chế hỗ trợ giá khí từ Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)

Năm 2019 là năm đầu tiên DCM không còn được hưởng cơ chế hỗ trợ giá khí nguyên liệu đầu vào như các năm trước từ PVN. Theo đó, DCM phải mua khí với mức giá neo theo giá thị trường. Ngày 12/10/2019, PVN đã thông qua hợp đồng mua bán khí mới với DCM, theo đó, giá khí được tính trên cơ sở bổ sung nguồn khí mua từ Malaysia.

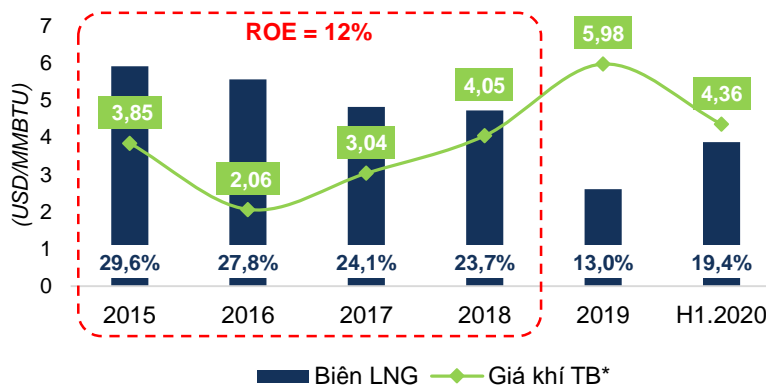
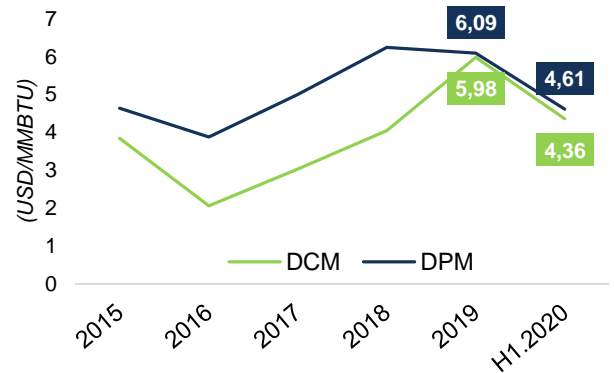
Bảng 01 - Giá khí quy đổi được xác định theo tỷ trọng nguồn khí qua các giai đoạn

Nguồn khí	Tỷ trọng	Các giai đoạn		
		12/10/2019 - 02/2020	03/2020 - 2026	2027 - 2031
Petronas - Malaysia	10%	P = 0,9 MFO	P = 12,7% P_{Brent}	P = 13,7% P _{Brent}
PVN	90%	P = 46% MFO		

Trong đó:

- **P**: Giá khí quy đổi theo giá dầu, chưa bao gồm phí vận chuyển (USD/MMBTU);
- **MFO**: Giá dầu FO trung bình tháng (MFOC) tại thị trường Singapore theo tạp chí Platt's, quy đổi theo hệ số mỗi tấn dầu FO tương ứng với nhiệt trị toàn phần (GHV) là 40,6 MMBTU;
- **P_{Brent}**: Giá dầu thô Brent thị trường thế giới (USD/thùng).

Với những thông tin trên, giá khí nguyên liệu của DCM được neo theo giá hai loại dầu trên thị trường thế giới: dầu FO (tỷ trọng 90%) và dầu thô Brent (tỷ trọng 10%) từ ngày 12/10/2019. Năm 2019, DCM phải mua khí nguyên liệu theo hợp đồng mới, giá khí tăng mạnh (+47,7% yoy) do neo theo giá dầu thị trường, khiến biên lợi nhuận gộp mảng phân Urê của DCM sụt giảm gần một nửa còn 13% từ 23,7% năm 2018 – năm cuối cùng DCM được hưởng chính sách ưu đãi giá khí đầu vào, đảm bảo ROE đạt 12% từ PVN.

Diễn biến giá khí và biên lợi nhuận gộp mảng Urê của DCM

So sánh giá khí TB của 2 nhà máy Urê


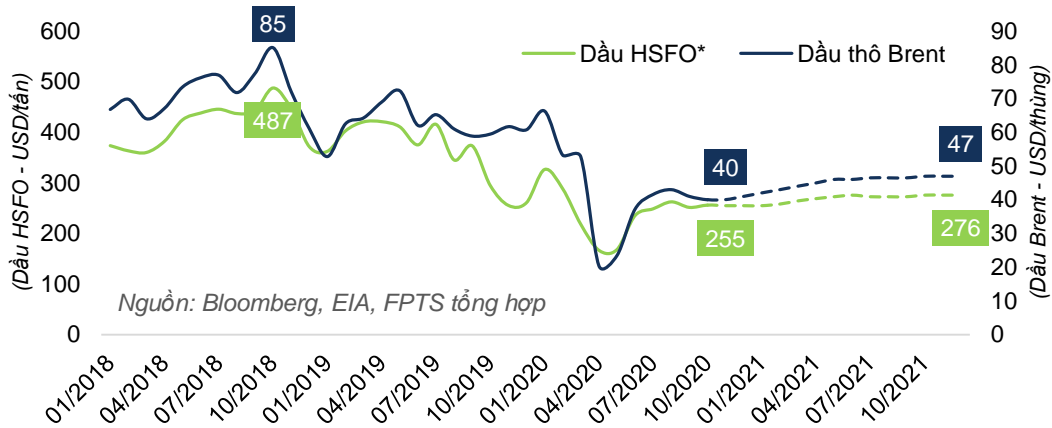
* Giá khí TB đã bao gồm phí vận chuyển khí từ Lô PM3 - CAA và Lô 46 - Cái Nước tới nhà máy

Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

Với công thức giá khí như trên, DCM sẽ phải chịu mức giá quy đổi theo giá dầu cao hơn so với DPM do 10% tỷ trọng neo trực tiếp theo giá dầu Brent. Tuy nhiên phí vận chuyển khí của DCM khá ổn định ở mức 1,09 USD/MMBTU, thấp hơn đáng kể so với mức phí vận chuyển mà PVN đang áp dụng cho DPM (1,54 USD/MMBTU năm 2020, +10% yoy). Điều này khiến giá khí trung bình đầu vào của DCM thấp hơn DPM khoảng 1,8% năm 2019 và ~5,4% trong H1.2020. [\(Chi tiết Phụ lục 02 – Chính sách giá khí của DPM năm 2020\)](#)

► Giá dầu thế giới giảm mạnh, DCM được hưởng lợi trong ngắn hạn

Theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (EIA), giá dầu thô Brent trung bình tháng 10/2020 đạt 40 USD/thùng, giảm 32,8% so với cùng kỳ năm 2019 và giảm 1 USD/thùng so với mức trung bình tháng 9/2020. Giá dầu Brent giảm trong tháng 10 do việc sản xuất dầu thô ở Libya đã phục hồi trở lại sau thời kỳ gián đoạn và sự gia tăng số ca nhiễm COVID-19 ở nhiều quốc gia, có thể làm giảm nhu cầu dầu trong những tháng tới. Bất chấp những diễn biến này, Cơ quan Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) dự kiến tồn kho dầu toàn cầu sẽ tiếp tục giảm trong những tháng tới. Tuy nhiên, mức tồn kho toàn cầu cao và công suất sản xuất dầu thô dư thừa sẽ hạn chế áp lực tăng giá dầu, giá dầu Brent sẽ duy trì ở mức gần 40 USD/thùng cho đến cuối năm 2020. EIA dự báo khi nhu cầu dầu thô toàn cầu tăng, hàng tồn kho giảm trong năm 2021 sẽ gây ra một số áp lực khôi phục giá dầu. EIA dự báo giá dầu thô Brent trung bình đạt 47 USD/thùng vào năm 2021.

Dự báo giá dầu thô Brent và dầu HSFO 2020 - 2021


* Dầu HSFO là dầu nhiên liệu công nghiệp (dầu FO) có nồng độ lưu huỳnh cao trên 3,5%S

Với dự báo giá dầu như trên, chúng tôi xây dựng kịch bản dự phóng giá khí năm 2020 - 2024 theo các giả định sau:

- Giá dầu HSFO đi ngang ở mức 250 USD/tấn trong quý 4/2020 và dự kiến tăng nhẹ lên mức 276 USD/tấn trong năm 2021.
- Từ năm 2022, giá dầu HSFO kỳ vọng biến động tương quan với giá dầu Brent thế giới được dự báo bởi World Bank và EIA, tuy nhiên mức độ hồi phục của giá dầu HSFO kỳ vọng không cao bằng dầu Brent.
- Phí vận chuyển và phân phối khí hiện tại của DCM là 1,09 USD/MMBTU, các năm tiếp theo chúng tôi dự kiến tăng 0,05 USD/MMBTU/năm

Bảng 02 - Kịch bản dự phóng giá khí đầu vào của DCM giai đoạn 2020 - 2024

Dự phóng cơ sở	2019	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F
Giá dầu Brent (USD/thùng)	64,4	41,2	47,1	53,5	55,7	58,2
Giá dầu FO (USD/tấn)	362,1	242,7	275,9	307,3	313,8	321,1
Giá khí quy đổi (USD/MMBTU)	4,35	2,99	3,41	3,81	3,91	4,01
Phí vận chuyển (USD/MMBTU)	1,09	1,09	1,14	1,19	1,24	1,29
<i>Biến động cước phí vc (% yoy)</i>		0,0%	+4,6%	+4,4%	+4,2%	+4,0%
Giá khí (đã bao gồm VAT)	5,98	4,49	5,01	5,50	5,66	5,83
<i>Biến động giá khí (% yoy)</i>		+47,7%	-24,9%	+11,5%	+9,9%	+2,9%

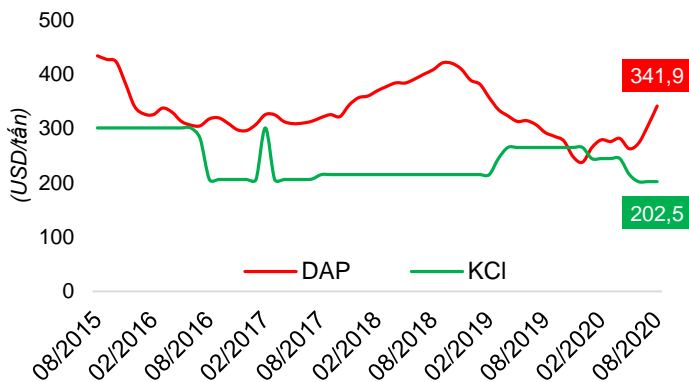
Nguồn: EIA, World Bank, FPTS dự phóng

Theo kịch bản trên, DCM kỳ vọng được hưởng mức giá khí giảm mạnh -24,9% yoy trong năm 2020 do giá dầu giảm mạnh trong nửa đầu năm 2020. Với giá khí đầu vào (đã có VAT) là 4,5 USD/MMBTU (-24,9% yoy), biên lợi nhuận gộp năm 2020 của DCM kỳ vọng cải thiện đáng kể lên mức 17,6% từ 13,6% năm 2019. ([Trở lại trang 1](#))

1.2. Nguyên liệu sản xuất NPK – Tự chủ phân Urê hạt đục, DAP và Kali mua ngoài hoặc nhập khẩu.

Nguyên liệu đầu vào sản xuất phân NPK của DCM gồm có: phân Urê hạt đục tự sản xuất, phân DAP và Kali mua ngoài hoặc nhập khẩu. Tỷ lệ các thành phần nguyên liệu đầu vào phụ thuộc vào loại sản phẩm NPK đầu ra có hàm lượng chất dinh dưỡng khác nhau như: NPK 20-10-10, NPK 16-16-8, NPK 20-20-15,...

Đối với thành phần Ni-tơ, DCM sử dụng dung dịch phân Urê nóng chảy dẫn từ nhà máy Urê đầu nối với nhà máy NPK. Hai thành phần Phốt pho và Kali được sử dụng trực tiếp từ hai loại phân đơn là DAP và Kali. Hầu hết các nguyên liệu này DCM đang nhập khẩu từ Nga, Belarus và Trung đông,... Hiện giá phân DAP thế giới đang phục hồi trở lại do nhu cầu tiêu thụ gia tăng, trong khi giá phân Kali giảm đáng kể do dư thừa công suất. Điều này sẽ giúp cân bằng chi phí nguyên liệu sản xuất phân NPK khi nhà máy NPK đi vào hoạt động chính thức.

Diễn biến giá phân DAP và Kali thế giới


Nguồn: Indexamundi, Bộ Công Thương, FPTS tổng hợp

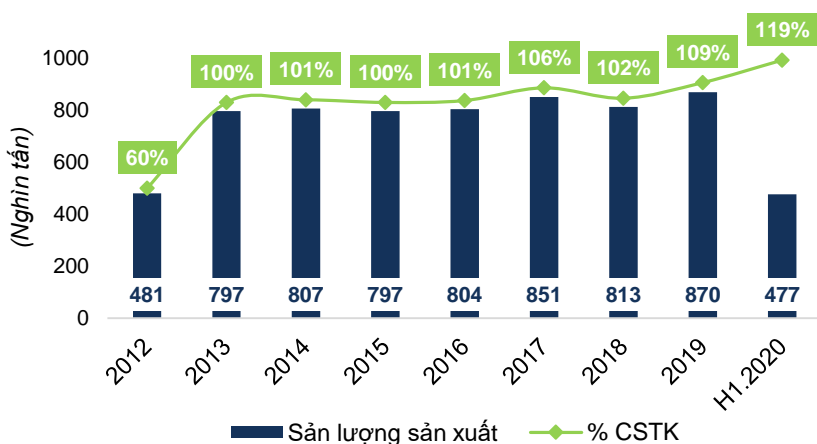
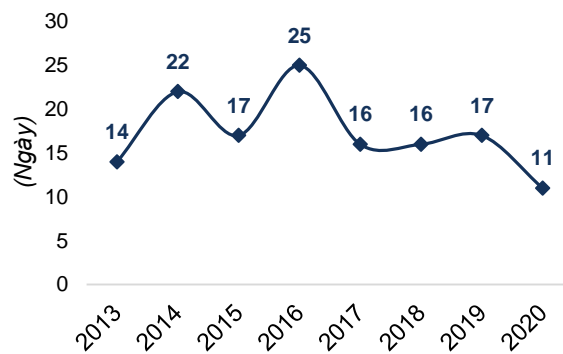
Mức thuế tự vệ đối với phân DAP, MAP nhập khẩu vào Việt Nam (VND/tấn)


Bên cạnh đó, DCM đang phải chịu tác động tiêu cực từ thuế tự vệ phân DAP, MAP nhập khẩu vào Việt Nam. Do sản phẩm phân DAP sản xuất trong nước không đảm bảo về mặt chất lượng và hàm lượng photpho để sản xuất phân NPK nên các doanh nghiệp NPK hầu hết phải phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu. Sau khi tiến hành rà soát cuối kỳ biện pháp tự vệ đối với phân DAP và MAP nhập khẩu giai đoạn 1, ngày 03/03/2020, Bộ Công Thương ra quyết định gia hạn thuế tự vệ đối với các loại phân bón trên khi nhập khẩu vào Việt Nam ([Chi tiết văn bản](#)). Theo đó, DCM tiếp tục chịu mức thuế nhập khẩu hơn 1 triệu đồng/tấn (~9% giá trị sản phẩm) cho nguyên liệu DAP đến tháng 9/2022 nếu chính sách thuế này không được tiếp tục gia hạn.

2. Hoạt động sản xuất

2.1. Nhà máy Urê hoạt động ổn định, khác biệt về công nghệ tạo lợi thế cạnh tranh cho phân Urê Cà Mau

► Nhà máy Urê hoạt động ổn định, đạt ~110% công suất thiết kế

Sản lượng và hiệu suất vận hành nhà máy Urê Cà Mau

Số ngày dừng máy bảo dưỡng định kỳ NM Đạm Cà Mau


Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

Đi vào hoạt động từ năm 2012, nhà máy Urê Cà Mau (CSTK 800.000 tấn/năm) đã bước vào năm thứ 9 hoạt động ổn định với hiệu suất đạt ~110%. Với công nghệ và trang thiết bị hiện đại, nhà máy Urê Cà Mau luôn vận hành ổn định và duy trì vượt công suất thiết kế. Hàng năm, DCM tiến hành bảo dưỡng tổng thể định kỳ nhà máy Đạm Cà Mau, thường trùng với thời điểm giảm cấp khí PM3 và nhà máy khí Cà Mau tiến hành bảo dưỡng vào tháng 7 hoặc tháng 8. Từng bước nắm vững được các vấn đề kỹ thuật và công nghệ, thời gian bảo dưỡng định kỳ hàng năm của DCM giảm dần từ 25 ngày năm 2016 xuống còn 11 ngày trong đợt bảo dưỡng tháng 8/2020 gần đây. Việc hoàn thành bảo dưỡng định kỳ sớm và an toàn tạo điều kiện cho nhà máy đẩy mạnh sản xuất, gia tăng hiệu suất hoạt động.

► Khác biệt về công nghệ tạo lợi thế cạnh tranh cho sản phẩm Urê Cà Mau

Quy trình sản xuất Urê gồm 02 giai đoạn: (1) Tổng hợp Amoniac (NH₃) từ khí hoặc than, (2) Tổng hợp và tạo hạt Urê. Ở giai đoạn (1), với công nghệ sử dụng khí đầu vào, DCM tiết kiệm được đáng kể chi phí cho khâu chuẩn bị

và xử lý nguyên liệu đầu vào so với các nhà máy đạm - than. Trong khi đó, với công nghệ sử dụng than đầu vào, Đạm Hà Bắc (DHB) và Đạm Ninh Bình phải thêm công đoạn khí hóa than và phân ly không khí. Lượng khí sinh ra phụ thuộc vào chất lượng than đầu vào và tỷ lệ phối trộn với các chất phụ gia, chính khâu này làm nên sự khác biệt về chi phí sản xuất trong giai đoạn tổng hợp Amoniac giữa các nhà máy.

Ở giai đoạn (2), DCM được trang bị công nghệ tổng hợp và tạo hạt Urê ưu việt hơn so với 03 nhà máy còn lại. Sử dụng công nghệ tổng hợp SAIPEM (Italia) và công nghệ tạo hạt Toyo Engineering (Nhật Bản) cho ra sản phẩm Urê có kích thước hạt lớn hơn hạt Urê được sản xuất từ các nhà máy còn lại. [\(Chi tiết Phụ lục 03 - So sánh công nghệ tạo hạt của các nhà máy Urê trong nước\)](#)

Bảng 03 - So sánh công nghệ và chất lượng sản phẩm của các nhà máy đạm trong nước

Tiêu chí	NM đạm Hà Bắc	NM đạm Ninh Bình	NM đạm Phú Mỹ	NM đạm Cà Mau
Năm vận hành	1975	2012	2004	2012
Công suất Urê (tấn/năm)	500.000 (nâng công suất năm 2015)	560.000	800.000 (Nâng công suất năm 2010)	800.000
Công suất NH ₃ (tấn/năm)	300.000	320.000	540.000 (Nâng 20% công suất năm 2018)	450.000
Vốn đầu tư trên 01 tấn Urê (USD)	1.140	1.190	500	890
Nguyên liệu đầu vào	Than cám từ mỏ than Quảng Ninh	Than cám từ mỏ than Quảng Ninh	Khí thiên nhiên từ bể Cửu Long, bể Nam Côn Sơn	Khí thiên nhiên từ hệ thống khí PM3 – Cà Mau
Công nghệ sản xuất				
Phân ly không khí	Air Liquid (Pháp)	Air Liquid (Pháp)		
Khí hóa than	Shell (Hà Lan)	Shell (Hà Lan)		
Tổng hợp Amoniac - NH ₃	Haldor Topsoe (Đan Mạch)	Haldor Topsoe (Đan Mạch)	Haldor Topsoe (Đan Mạch)	Haldor Topsoe (Đan Mạch)
Tổng hợp Urê	Snamprogetti (Italia)	Snamprogetti (Italia)	Snamprogetti (Italia)	SAIPEM (Italia)
Tạo hạt Urê	Snamprogetti (Italia)	Snamprogetti (Italia)	Snamprogetti (Italia)	Toyo Engineering (Nhật Bản)
Chất lượng sản phẩm				
Hàm Lượng Ni-tơ	46,3%	46,3%	46,3%	46,3%
Biuret*	<1%	<1%	<1%	<0,99%
Độ ẩm	0,35%	0,4%	0,4%	0,5%
Đường kính hạt	1,5 – 2,5 mm (>90%)	1 – 2,5 mm (>90%)	1 – 2,5 mm (>90%)	2 – 4 mm (>90%)
Loại hạt	Urê hạt trong	Urê hạt trong	Urê hạt trong	Urê hạt đục

* Biuret là sản phẩm phụ không mong muốn trong quá trình sản xuất Urê, có thể gây độc hại cho cây trồng

Nguồn: các DN, FPTS tổng hợp

Với sản phẩm Urê hạt đục có kích thước hạt từ 2 – 4mm, lớn hơn đáng kể so với loại hạt trong (từ 1 – 2,5 mm), Urê Cà Mau có ưu điểm tan chậm hơn so với Urê hạt trong. Điều này giúp cho cây trồng có thời gian hấp thụ chất dinh dưỡng lâu hơn, giảm thiểu thất thoát phân bón ra môi trường. Urê hạt đục có độ cứng cao hơn, ít bị dập nát nên ngoài việc sử dụng trực tiếp cho cây trồng, còn được sử dụng nhiều trong sản xuất phân phức hợp NPK. Ngoài ra, Urê hạt đục có khả năng bảo quản tốt hơn nên việc phân phối trong nước hay xuất khẩu sản phẩm sẽ đảm bảo chất lượng và giảm thiểu sản phẩm dập vỡ tốt hơn so với phân Urê hạt trong.

2.2. Nhà máy NPK chuẩn bị vận hành thương mại, suất đầu tư thấp nhưng kỳ vọng mang lại hiệu quả cao

Nhà máy NPK Cà Mau (CSTK 300.000 tấn/năm) hiện đang chuẩn bị những khâu cuối cùng để đưa nhà máy vào vận hành thương mại. Dự án phân bón phức hợp NPK được khởi công xây dựng vào tháng 11/2017 với tổng vốn đầu tư là 772 tỷ đồng. Hiện tại, công tác xây dựng, lắp đặt máy móc đã được hoàn thành, nhà máy đang trong giai đoạn chạy thử chưa tải và có tải để hoàn tất các khâu cuối cùng trước khi đi vào hoạt động chính thức.

DCM sản xuất phân NPK với công nghệ Urê hóa lỏng theo quy trình như sau: (1) Urê nóng chảy được dẫn từ nhà máy Urê vào tháp tổng hợp của nhà máy NPK, phân DAP và Kali được nghiền nhỏ thành bột mịn đưa vào tháp tổng hợp; (2) Tại tháp tổng hợp, dung dịch Urê nóng chảy được đảo trộn và bao bọc lấy hỗn hợp bột P-K, tạo thành hỗn hợp dung dịch N-P-K; (3) sau khi đạt được tỷ lệ dinh dưỡng thích hợp, hỗn hợp dung dịch được đưa vào thiết bị tạo hạt, sấy, sàng lọc và đóng bao.

Với công nghệ này, sản phẩm NPK Cà Mau có chất lượng khá cao với độ cứng và tính đồng nhất tốt chỉ sau sản phẩm NPK hóa học của DPM. Tuy nhiên, với suất đầu tư thấp hơn nhiều nhà máy NPK Phú Mỹ, nhà máy NPK Cà Mau kỳ vọng mang lại hiệu quả đầu tư cao và sớm hơn so với nhà máy NPK của DPM.

Bảng 04 - So sánh hai nhà máy NPK của DCM và DPM

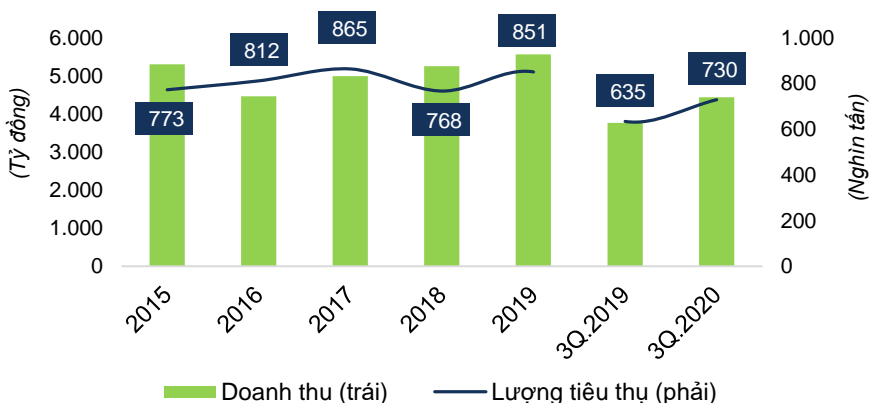
Tiêu chí so sánh	NPK Phú Mỹ	NPK Cà Mau
Thời gian hoạt động	Quý 3/2018	Quý 1/2021
Công nghệ sản xuất	Hóa học	Urê hóa lỏng
Suất đầu tư trên 01 tấn NPK	845 USD	109 USD
Công suất thiết kế	250.000 tấn/năm	300.000 tấn/năm
Thời gian khấu hao	15 năm	10 năm
Khấu hao/01 tấn NPK	~1.330.000 đồng/tấn	~257.000 VND/tấn
Giá bán NPK	~8,8 triệu đồng/tấn	~8,3 triệu đồng/tấn (ước tính)

Nguồn: DPM, DCM, FPTS tổng hợp

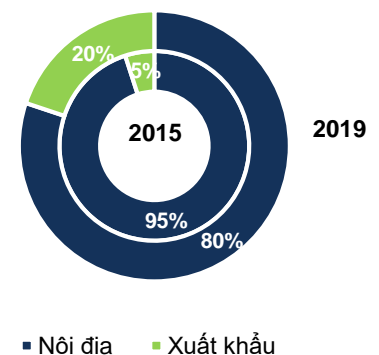
3. Thị trường đầu ra và triển vọng kinh doanh của DCM

3.1. Màng Urê - Duy trì thị phần trong nước, đẩy mạnh xuất khẩu ra thị trường Châu Á

Doanh thu và lượng tiêu thụ phân Urê của DCM



Cơ cấu doanh thu Urê theo thị trường



Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

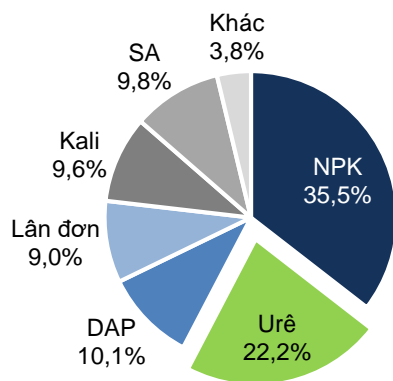
Phân Urê hạt đục là sản phẩm kinh doanh chủ lực của DCM, chiếm ~78% tổng doanh thu và 77% lợi nhuận gộp năm 2019. Lượng tiêu thụ phân Urê trung bình hàng năm đạt ~814.000 tấn, tương ứng ~102% công suất thiết kế. Thị trường tiêu thụ phân Urê của DCM chủ yếu là thị trường nội địa với 80% doanh thu, thị trường xuất khẩu chiếm 20% doanh thu. Xuất khẩu phân Urê tăng trưởng nhanh trong 05 năm trở lại đây, từ 5% năm 2015 lên 20% tổng doanh thu năm 2019 với các thị trường xuất khẩu như: Campuchia, Ấn Độ, Srilanka và một số nước Châu Á khác.

3.1.1. Thị trường nội địa – Giữ vững thị phần cao trong nước với lợi thế khác biệt về sản phẩm

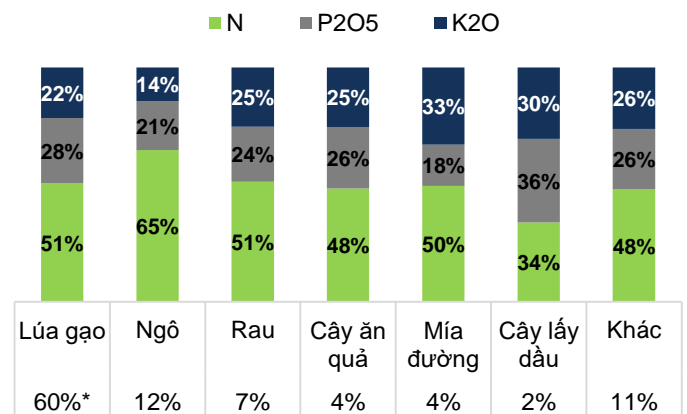
► Tiêu thụ phân Urê nội địa tăng trưởng ổn định, kỳ vọng tăng 1,0% giai đoạn 2020 – 2024

Tổng nhu cầu tiêu thụ phân bón cả nước năm 2019 đạt khoảng 11 triệu tấn, -1,3% yoy. Trong đó, tiêu thụ phân NPK và phân Urê ở mức cao nhất đạt lần lượt 3,9 triệu tấn và 2,5 triệu tấn, chiếm tỷ trọng tương ứng là 35,5% và 22,2% tổng lượng phân bón tiêu thụ. Trong xu hướng chuyển dịch sang phân phức hợp, thành phần Ni-tơ đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp chất dinh dưỡng cho toàn bộ quá trình sinh trưởng và phát triển của cây trồng. Ở Việt Nam, đối với hầu hết các loại cây trồng, thành phần Ni-tơ chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu dinh dưỡng tiêu thụ, đặc biệt là lúa ngô và rau. Với đặc thù nền nông nghiệp lúa nước, cây lúa là loại cây trồng sử dụng nhiều phân Ni-tơ nhất, chiếm đến 60% tổng lượng phân Ni-tơ tiêu thụ hàng năm, sau đó là ngô (12%) và rau (7%).

Cơ cấu tiêu thụ theo loại phân bón



Cơ cấu dinh dưỡng theo loại cây trồng

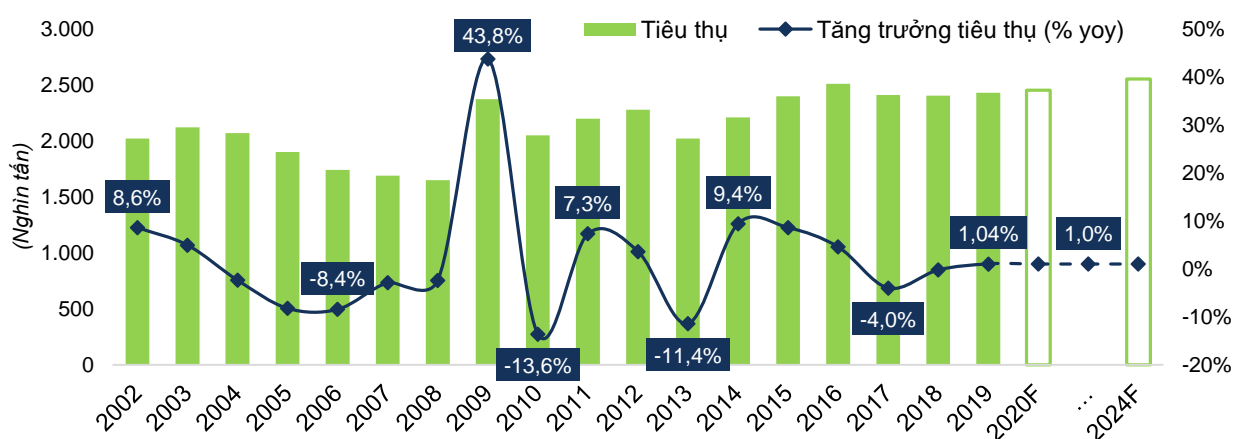


* Lượng tiêu thụ phân Ni-tơ theo loại cây trồng

Nguồn: IFA, Bộ NN&PTNT, FPTS tổng hợp

Tiêu thụ phân Urê của Việt Nam hàng năm ổn định ở mức 2,4 – 2,5 triệu tấn với nguồn cung nội địa ~2 triệu tấn, còn lại nhập khẩu từ 400 – 500 nghìn tấn. Ước tính 6T.2020 sản xuất phân Urê nội địa đạt mức 1,16 triệu tấn, +6% so với cùng kỳ 2019. Trái lại với xu hướng sản xuất, nhập khẩu Urê sụt giảm mạnh do nguồn cung trong nước dồi dào, tổng lượng nhập khẩu Urê 6T.2020 ước đạt ~60 nghìn tấn, -79,5% yoy. Tiêu thụ phân Urê 6T.2020 cũng sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ. Trong đó, tiêu thụ trực tiếp cho cây trồng chỉ đạt 890 nghìn tấn, -10% yoy do một số khu vực bị ảnh hưởng bởi hạn mặn đã giảm diện tích canh tác. Tiêu thụ phân Urê cho sản xuất công nghiệp 6T.2020 tăng nhẹ 1,8% yoy lên mức 5.000 tấn, chủ yếu cung cấp cho các cơ sở sản xuất phân NPK mới đi vào hoạt động.

Tăng trưởng tiêu thụ phân Urê nội địa qua các năm



Nguồn: Bộ NT&PTNN, FPTS tổng hợp

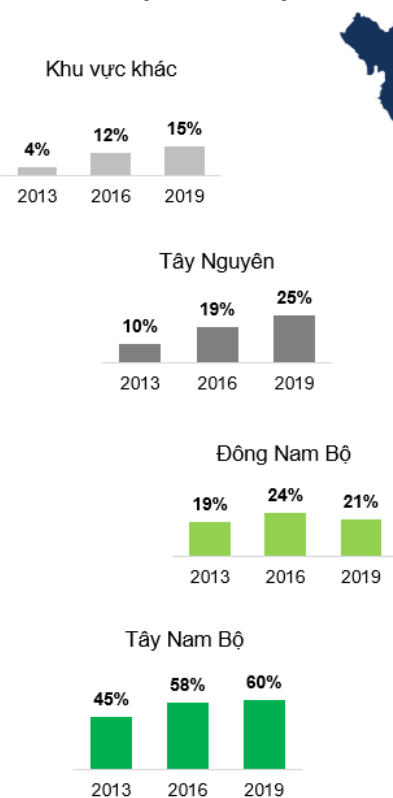
Trong ngắn hạn, hiện tượng La Nina bắt đầu duy trì tại khu vực Nino 3.4 từ giữa năm 2020 với cường độ trung bình. Bên cạnh đó, do ảnh hưởng của dịch Covid-19, các quốc gia trên thế giới tăng cường tích trữ lương thực đẩy giá gạo xuất khẩu tăng mạnh, hỗ trợ cạnh tác nông nghiệp của Việt Nam ([Chi tiết Phụ lục 4 - Các yếu tố tích cực cho ngành Nông nghiệp Việt Nam](#)). Với tỷ trọng tiêu thụ phân Urê chiếm 60%, lúa gạo xuất khẩu được giá cao giúp bà con nông dân có điều kiện tốt hơn để chủ động đầu tư chăm bón cho cây trồng. FPT S ước tính lượng tiêu thụ phân Urê năm 2020 ước đạt 2,45 triệu tấn, tăng nhẹ 0,9% so với năm 2019.

Trong trung hạn từ năm 2020 – 2024, theo Hiệp hội Phân bón Thế giới (IFA), nhu cầu tiêu thụ phân Urê toàn cầu kỳ vọng tăng trưởng +0,9%/năm lên mức 183 triệu tấn vào năm 2024. Nhu cầu Urê dự kiến tăng ở hầu hết các khu vực, trong đó Nam Á kỳ vọng là động lực tăng trưởng, chiếm gần 25% mức tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ toàn cầu. Bên cạnh đó, nhu cầu Urê cũng sẽ tăng đáng kể ở khu vực Châu Mỹ Latinh và Châu Phi.

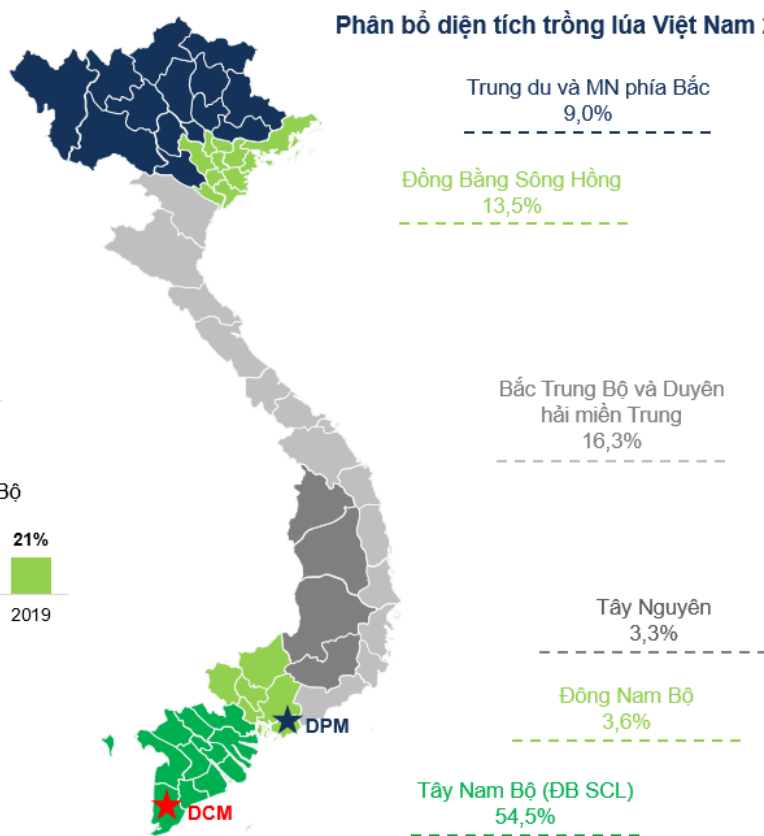
Tại thị trường nội địa, Fertecon dự báo nhu cầu phân Urê Việt Nam tiếp tục tăng trưởng +1,0%/năm giai đoạn 2020 – 2024, trong đó tăng trưởng tiêu thụ cho nông nghiệp đạt +0,9%/năm và sử dụng cho sản xuất công nghiệp đạt +2,1%/năm. Với sản phẩm Urê hạt đục có tính năng vượt trội hơn Urê hạt trong, DCM có lợi thế cạnh tranh ở cả hai kênh: tiêu thụ trực tiếp và tiêu thụ cho sản xuất phân phức hợp NPK trong nước cũng như xuất khẩu.

► **DCM dẫn đầu thị trường Tây Nam Bộ – khu vực tiêu thụ phân bón lớn nhất cả nước**

Thị phần của DCM tại các khu vực

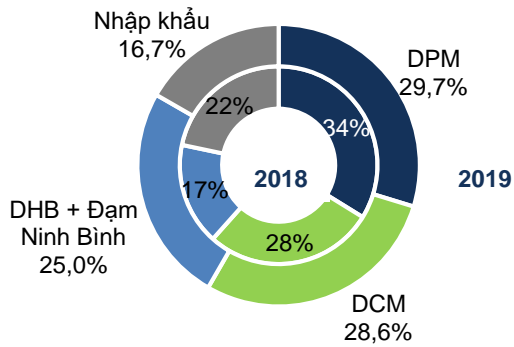


Phân bổ diện tích trồng lúa Việt Nam 2019



Nguồn: Tổng cục Thống kê, DCM, FPT S tổng hợp

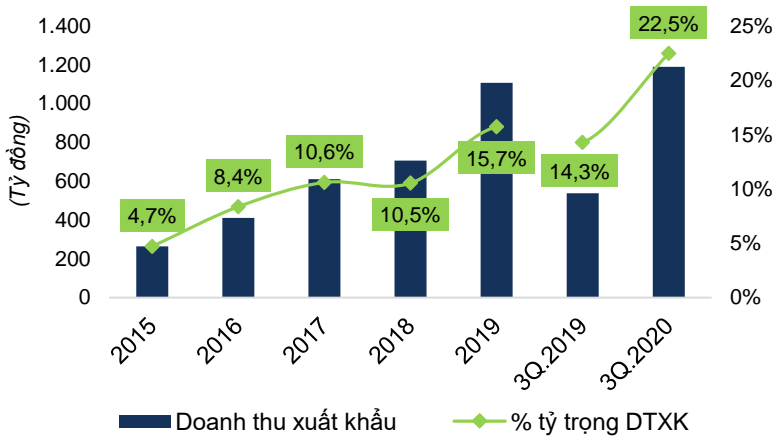
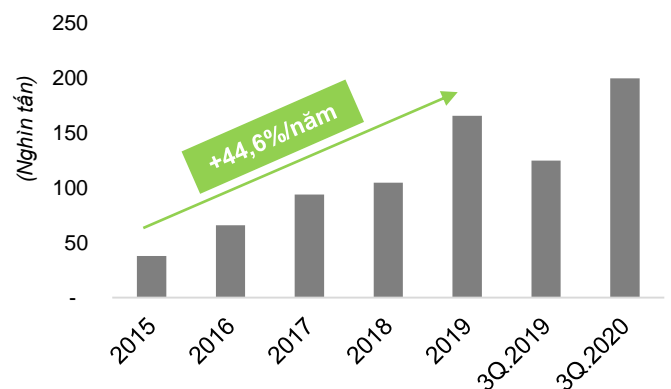
Tây Nam Bộ hay Đồng bằng Sông Cửu Long là thị trường tiêu thụ nội địa lớn nhất của DCM. Đồng bằng Sông Cửu Long là vựa lúa lớn nhất Việt Nam, chiếm đến 54,5% tổng diện tích canh tác lúa cả nước, tập trung ở các tỉnh An Giang, Đồng Tháp, Kiên Giang,... Lúa gạo là loại cây trồng tiêu thụ ~60% tổng lượng phân bón ở Việt Nam, nên khu vực Tây Nam Bộ cũng là khu vực tiêu thụ phân bón lớn nhất cả nước. Với lợi thế về vị trí địa lý gần vùng tiêu thụ tiềm năng nhất, DCM sớm dẫn đầu thị trường này từ khi mới đi vào hoạt động năm 2012. Thị phần tại Tây Nam Bộ của DCM tăng trưởng nhanh lên 45% năm 2013 và tiếp tục tăng lên 60% năm 2019, mang lại gần 70% tổng doanh thu cho DCM. Ngoài ra, DCM phân phối và bán sản phẩm của mình tại các khu vực khác như Đông Nam Bộ (thị phần 21% năm 2019), Tây Nguyên (25%), Miền Trung (7%) và Miền Bắc (8%) thông qua hệ thống đại lý với hơn 4.000 đại lý cấp 1 và cấp 2.

Thị phần tiêu thụ phân Urê năm 2018 - 2019

Bảng 05 - So sánh thị phần của DCM và DPM

Thị phần 2019	DCM	DPM
Tây Nam Bộ	60%	35%
Đông Nam Bộ	21%	75%
Miền Trung & Tây Nguyên	16%	62%
Miền Bắc	8%	20%

Nguồn: DPM, DCM, FPTS tổng hợp

DCM cùng với DPM là các doanh nghiệp có thị phần tiêu thụ phân Urê lớn nhất Việt Nam. Tại thị trường nội địa, tiêu thụ phân Urê của DCM năm 2019 chiếm 28,6% tổng lượng tiêu thụ cả nước, chỉ sau DPM với thị phần 29,7%. Năm 2019, DPM phải bảo dưỡng tổng thể 72 ngày nên ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất, thị phần giảm đáng kể từ 34% xuống còn 29,7%. Trong khi đó, nhập khẩu phân Urê cũng giảm khiến các nhà sản xuất trong nước khác được hưởng lợi, Đạm Hà Bắc và Đạm Ninh Bình tại thị trường Miền Bắc gia tăng thị phần lên 25%. Đứng đầu thị trường chủ lực cả nước, DCM luôn giữ vững thị phần của mình qua các năm từ 28 – 32%. Với việc tập trung vào thị trường lớn Tây Nam Bộ và các khu vực lân cận giúp cho DCM tiết giảm chi phí bán hàng, chi phí quản lý hệ thống đại lý hơn so với DPM.

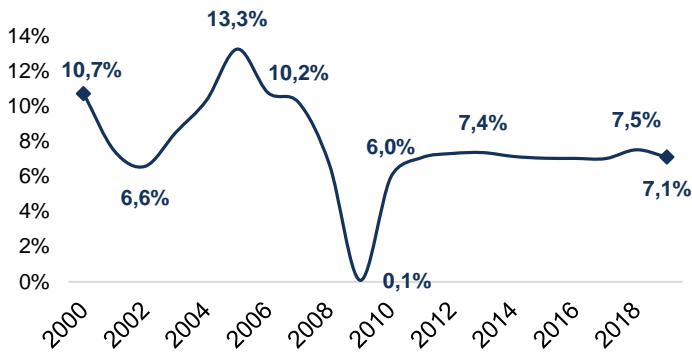
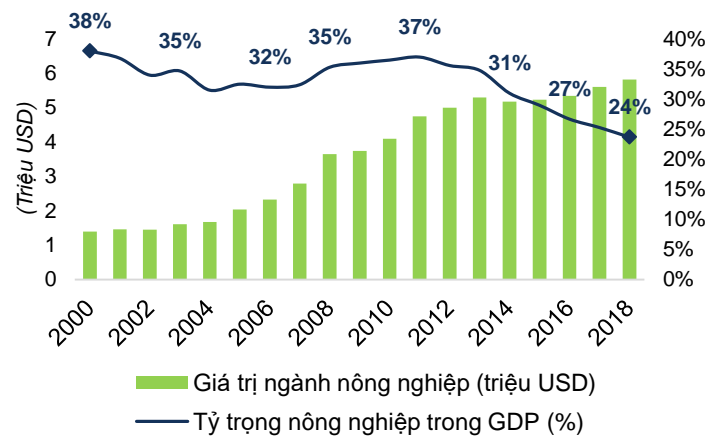
3.1.2. Thị trường xuất khẩu – Tăng trưởng ổn định tại Campuchia, tiếp tục tìm kiếm thị trường mới
Doanh thu và tỷ trọng doanh thu xuất khẩu của DCM

Lượng xuất khẩu phân Urê qua các năm


Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

Hiện tại, DCM là doanh nghiệp xuất khẩu phân Urê lớn nhất cả nước. Doanh thu xuất khẩu năm 2019 đạt 1.107 tỷ đồng, chiếm 15,7% doanh thu thuần của DCM. Lượng xuất khẩu phân bón tăng nhanh trong vòng 5 năm trở lại đây với CAGR đạt +44,6%/năm từ 2015 – 2019. 3Q/2020, lượng xuất khẩu phân Urê tăng mạnh, đặc biệt là quý 3, DCM đã xuất khẩu ~200.000 tấn phân Urê, +60% yoy. Campuchia là thị trường xuất khẩu chính, chiếm trên 50% tổng lượng xuất khẩu của DCM năm 2019. Với lợi thế gần vùng tiêu thụ, kỳ vọng DCM duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định tại thị trường này trong những năm tới. Ngoài Campuchia, DCM đang tích cực mở rộng thị trường ra các nước Nam Á khác như Ấn Độ, Thái Lan, Srilanka,... chiếm khoảng 45% tổng lượng xuất khẩu năm 2019.

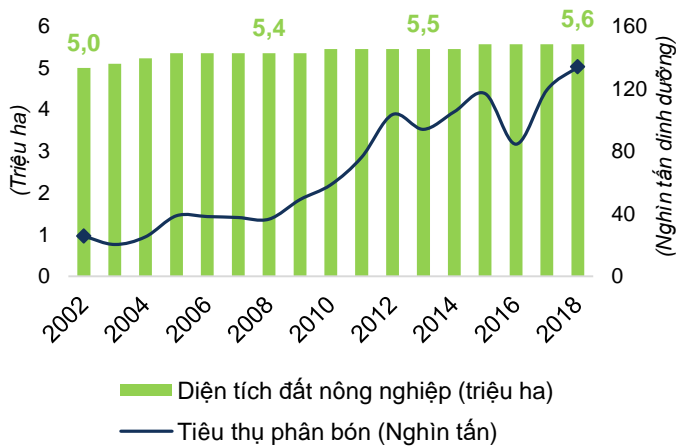
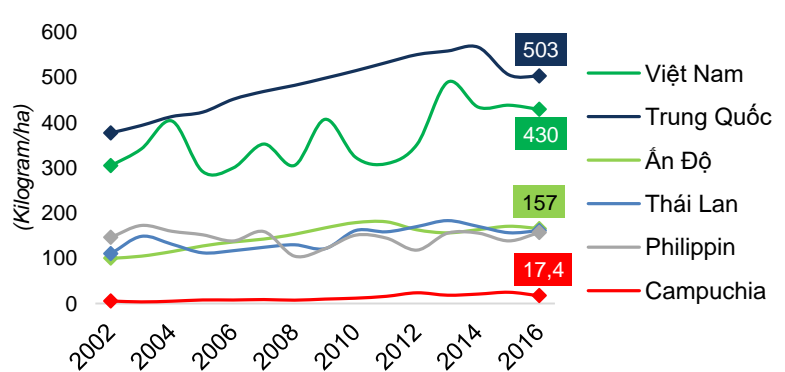
Thị trường Campuchia – Tiềm năng tăng trưởng nhu cầu phân bón còn lớn

Campuchia là nước nông nghiệp với hơn 50% dân số làm nghề nông, đóng góp ~30% GDP cho nước này. Tốc độ tăng trưởng GDP Campuchia ở mức khá, đạt trên 7% trong giai đoạn từ 2011 - 2019. Trong đó, tăng trưởng GDP thực ngành nông nghiệp đã cải thiện rõ rệt từ mức 0,2% lên 1,7% trong giai đoạn 2015 - 2019.

Tăng trưởng GDP Campuchia

Tỷ trọng ngành nông nghiệp trong GDP


Nguồn: Theglobaleconomy, FPTS tổng hợp

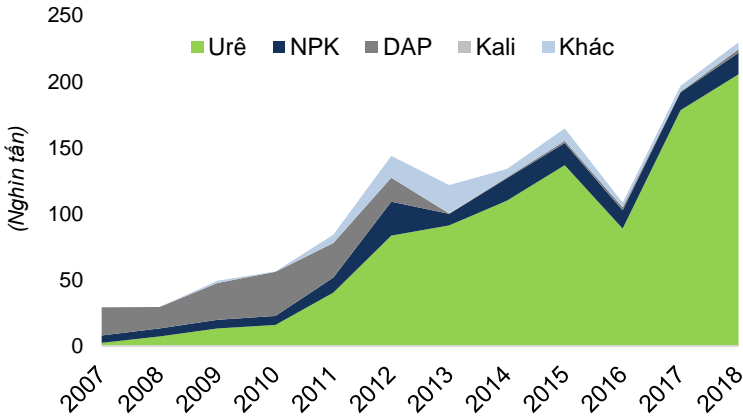
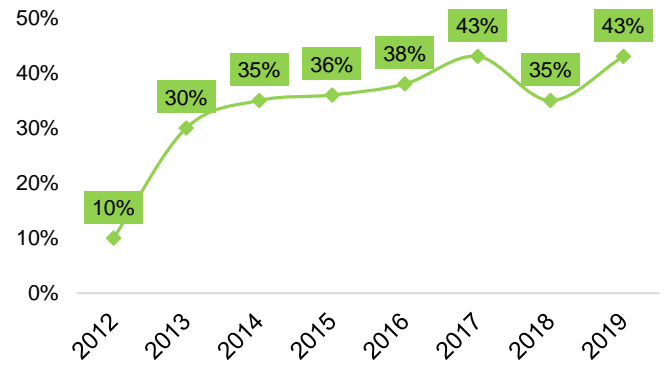
Theo dự báo mới đây của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), ảnh hưởng của dịch Covid-19 có thể khiến tăng trưởng GDP năm 2020 của Campuchia ở mức -4% thay vì -5,5% như dự báo trước đây do có sự cải thiện trong sản xuất nông nghiệp và gia tăng xuất khẩu. Dự kiến, trong giai đoạn 2019 – 2023, ADB sẽ dành khoản viện trợ và hỗ trợ kỹ thuật trị giá 1,45 tỷ USD cho Campuchia trong lĩnh vực nông nghiệp và tài nguyên thiên nhiên. Việc chú trọng đầu tư trong giai đoạn tới kỳ vọng tạo cơ hội phát triển lớn cho ngành nông nghiệp Campuchia, giảm sự phụ thuộc vào thiên nhiên, cải thiện điều kiện canh tác, từ đó giúp gia tăng nhu cầu phân bón.

Tiêu thụ phân bón và diện tích đất nông nghiệp của Campuchia

Lượng tiêu thụ phân bón trên 1ha đất canh tác các quốc gia trong khu vực


Nguồn: FAO, World Bank, FPTS tổng hợp

Tiêu thụ phân bón trên mỗi hecta đất canh tác của Campuchia ở mức rất thấp. Theo World Bank năm 2016, tiêu thụ phân bón của Campuchia chỉ đạt 17,4 kg/ha đất canh tác, trong khi tiêu thụ của Việt Nam đạt 430 kg/ha (gấp 24,7 lần) và trung bình thế giới là 138 kg/ha (gấp 7,9 lần). Diện tích đất canh tác của Campuchia là 5,6 triệu ha, bằng 1/3 của Việt Nam nhưng lượng tiêu thụ phân bón chỉ bằng ~6%. Tổng nhu cầu tiêu thụ phân bón ở Campuchia mỗi năm vào khoảng 130 - 140 nghìn tấn chất dinh dưỡng, tương đương khoảng 700 - 800 nghìn tấn sản phẩm, trong khi Việt Nam tiêu thụ khoảng 11 triệu tấn phân bón mỗi năm. Nhu cầu phân Urê tại Campuchia vào khoảng 300 - 350 nghìn tấn, chiếm hơn 40% lượng phân bón tiêu thụ ở quốc gia này.

Lượng nhập khẩu phân bón của Campuchia đang tăng nhanh, đặc biệt là phân Urê. Nhập khẩu phân bón tăng từ 29,5 nghìn tấn năm 2007 lên mức ~230 nghìn tấn năm 2018, tương đương CAGR = +20,5%/năm. Trong đó, phân Urê chiếm ~90% tổng lượng phân bón nhập khẩu vào nước này. Hai thị trường cung cấp chính cho Campuchia là Việt Nam và Thái Lan với gần 70% phân Urê được nhập khẩu từ Việt Nam. Trong khi ngành sản xuất phân bón ở Campuchia còn chưa phát triển, chúng tôi kỳ vọng lượng phân bón nhập khẩu sẽ tiếp tục tăng ở các phân khúc chính như phân Urê và NPK.

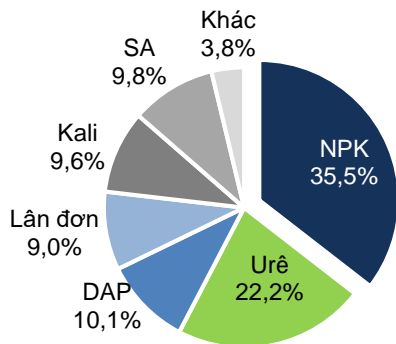
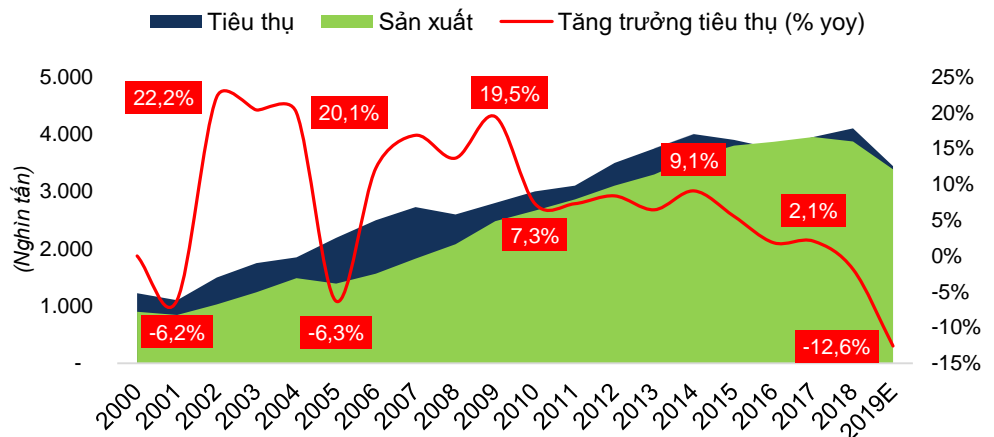
Nhập khẩu phân bón của Campuchia

Thị phần tiêu thụ phân Urê của DCM tại Campuchia


Nguồn: Knoema, DCM, FPTS tổng hợp

Như vậy, Campuchia là thị trường xuất khẩu chủ lực của DCM khi thị trường nội địa đang bão hòa như hiện nay. Thị phần tiêu thụ phân Urê của DCM tại Campuchia tăng nhanh từ 10% năm 2012 đến năm 2019, DCM đã chiếm 43% tổng lượng tiêu thụ phân Urê tại nước này. Bên cạnh đó, các khu vực đồng bằng lớn của Campuchia có vị trí tiếp giáp với biên giới các tỉnh Kiên Giang, Đồng Tháp của Việt Nam. DCM đã tận dụng lợi thế địa lý thuận lợi và hệ thống kênh vận chuyển qua đường sông để phân phối sản phẩm. Do đó, DCM tiết kiệm được đáng kể chi phí vận chuyển – chi phí chiếm từ 3 - 4% tổng doanh thu của các doanh nghiệp phân bón. [\(Trở lại trang 1\)](#)

3.2. Màng NPK – Kỳ vọng là động lực tăng trưởng cho DCM trong giai đoạn tới

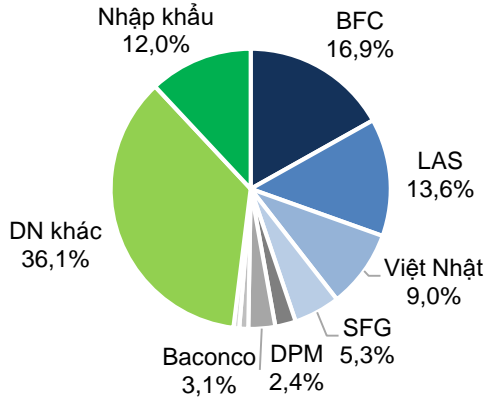
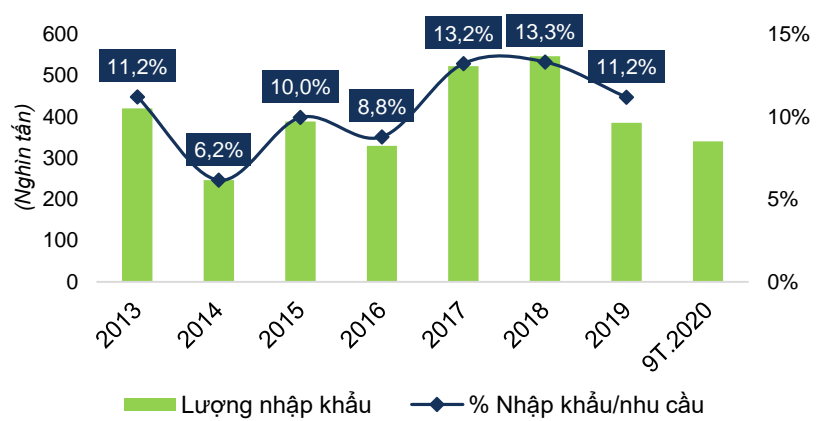
3.2.1. Tiêu thụ phân NPK chiếm tỷ trọng cao nhất, phân khúc chất lượng cao vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu

Cơ cấu tiêu thụ theo loại phân bón

Sản xuất và tiêu thụ phân NPK trong nước


Nguồn: Bộ NN&PTNT, AgroMonitor, FPTS tổng hợp

Phân NPK là loại phân bón được tiêu thụ nhiều nhất, chiếm 35,5% tổng lượng tiêu thụ cả nước. Tốc độ tăng trưởng nhu cầu phân NPK giai đoạn 2000 – 2019 đạt 7,2%/năm, cao hơn tốc độ tăng trưởng toàn ngành phân bón Việt Nam (khoảng 3,6%/năm). Nguồn cung NPK hàng năm tăng trưởng đạt gần 8%/năm trong giai đoạn trên, nhanh chóng bù đắp thiếu hụt cung – cầu. Từ năm 2009 trở lại đây, các doanh nghiệp nhỏ, hộ gia đình tận dụng nguồn phân đơn giá rẻ để sản xuất phân NPK theo phương pháp đảo trộn thô sơ, bù đắp nhu cầu vẫn tăng trưởng mạnh, dẫn đến thực trạng nguồn cung dư thừa nhưng chất lượng phân bón thấp.

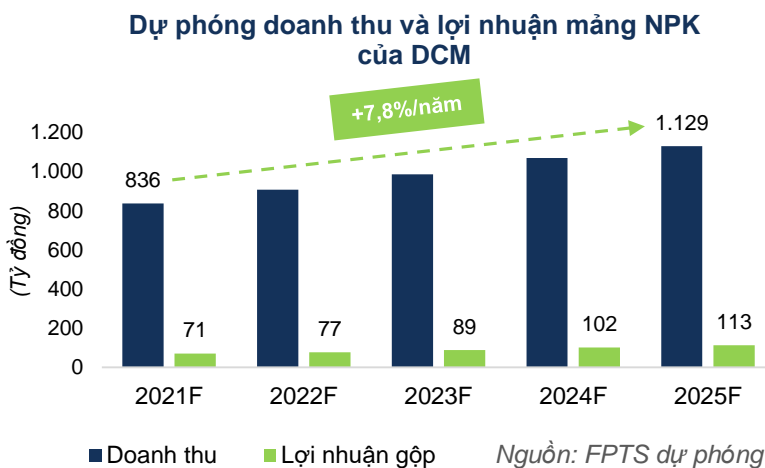
Thị trường phân phức hợp NPK nội địa phân hóa mạnh theo nhiều phân khúc. Cả nước có hơn 800 doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh phân NPK. Các doanh nghiệp đầu ngành như BFC, LAS cũng chỉ chiếm 15 – 17% thị phần cả nước. Các doanh nghiệp nhỏ lẻ chiếm hơn 30% thị phần, nhập khẩu phân NPK hàng năm khoảng 400 – 500 nghìn tấn. Có thể thấy phần lớn các doanh nghiệp nội địa sản xuất NPK với công nghệ thô sơ, lạc hậu, dẫn đến sản phẩm sản xuất trong nước kém chất lượng, không có thương hiệu, dễ bị làm giả.

Thị phần tiêu thụ phân NPK năm 2019

Nhập khẩu phân NPK của Việt Nam


Nguồn: TCHQ, Agromonitor, FPTS tổng hợp

Lượng nhập khẩu phân NPK chất lượng cao ở mức cao và đang có xu hướng tăng. Tốc độ tăng trưởng nhập khẩu phân NPK đạt khoảng 22%/năm từ năm 2014 – 2018. Tỷ trọng phân NPK nhập khẩu chiếm từ 11% - 13% nhu cầu tiêu thụ cả nước. Sản phẩm nhập khẩu chủ yếu là phân NPK chất lượng cao do các doanh nghiệp có thương hiệu như DPM, DCM, Baconco, Vinacam,... nhập về và phân phối dưới thương hiệu của mình. Có thể thấy, thị trường nội địa đang dư thừa các sản phẩm chất lượng thấp nhưng lại thiếu hụt một lượng lớn sản phẩm NPK cao cấp. Điều này kỳ vọng sẽ tạo cơ hội cho các doanh nghiệp NPK nội địa khi tham gia vào phân khúc này.

Tóm lại, xu hướng sử dụng phân NPK chất lượng cao kết hợp với phân hữu cơ, vi sinh kỳ vọng tạo động lực tăng trưởng cho ngành phân bón giai đoạn tới. Do chứa đầy đủ chất dinh dưỡng, việc sử dụng phân NPK chất lượng cao vừa tiết kiệm công chăm bón vừa đem lại hiệu quả cao cho cây trồng. Trong bối cảnh ngành phân bón bão hòa, thị trường phân hóa mạnh, FPTS cho rằng việc hướng tới phân khúc NPK chất lượng cao với độ nhận diện thương hiệu tốt, kỳ vọng DCM có thể gia tăng thị phần và sức cạnh tranh với sản phẩm nhập khẩu và sản phẩm NPK thấp và trung cấp.

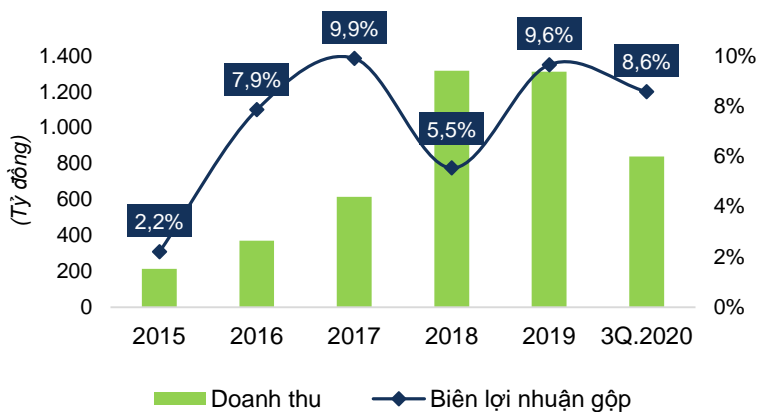
3.2.2. Màng NPK kỳ vọng đóng góp doanh thu, lợi nhuận từ năm 2021 cho DCM


Hiện tại, nhà máy NPK (CSTK 300.000 tấn/năm) đang trong quá trình chạy thử, DCM sẽ chính thức vận hành thương mại từ quý 1/2021. Sản phẩm NPK với công nghệ Urê hóa lỏng của DCM dự kiến được phân phối chủ yếu tại khu vực Tây Nam Bộ, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên - những thị trường DCM đã thâm nhập từ các năm trước. Về thị trường xuất khẩu, DCM cũng đã triển khai chiến lược marketing tại thị trường Campuchia. Hiện nhập khẩu NPK của Campuchia đang tăng trưởng với tốc độ +10,4%/năm trong giai đoạn 2007 - 2018. Với lợi thế về vị trí địa lý kỳ vọng đây vẫn là thị trường xuất khẩu NPK tiềm năng cho DCM.

Thị trường NPK nội địa đang bão hòa, nhu cầu bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các hiện tượng thời tiết cực đoan, FPTS dự phóng nhà máy NPK của DCM có khả năng hoạt động từ 50 – 70% công suất thiết kế từ 2021 – 2025. Lượng tiêu thụ phân NPK năm 2021 dự kiến đạt 102 nghìn tấn (tương đương lượng phân NPK nhập khẩu năm 2020) và kỳ vọng tăng trưởng +7,2%/năm trong 05 năm tiếp theo. Với giá phân NPK nội địa khá ổn định, dự phóng tăng nhẹ 0,5%/năm trong giai đoạn 2021 - 2025, màng NPK kỳ vọng đóng góp 1.129 tỷ đồng doanh thu năm 2025 (chiếm ~15% tổng doanh thu), tương ứng CAGR đạt +7,8%/năm trong giai đoạn trên. [\(Trở lại trang 1\)](#)

3.3. Thương mại phân bón - Tận dụng lợi thế thương hiệu và hệ thống phân phối với biên lợi nhuận ổn định

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp phân bón thương mại



Nguồn: FPTTS dự phóng

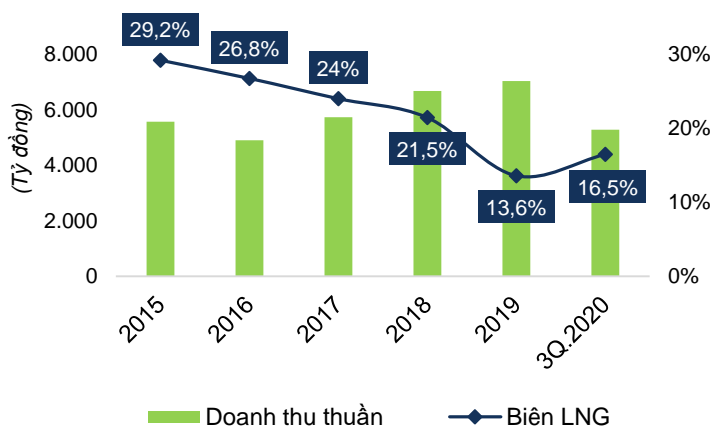
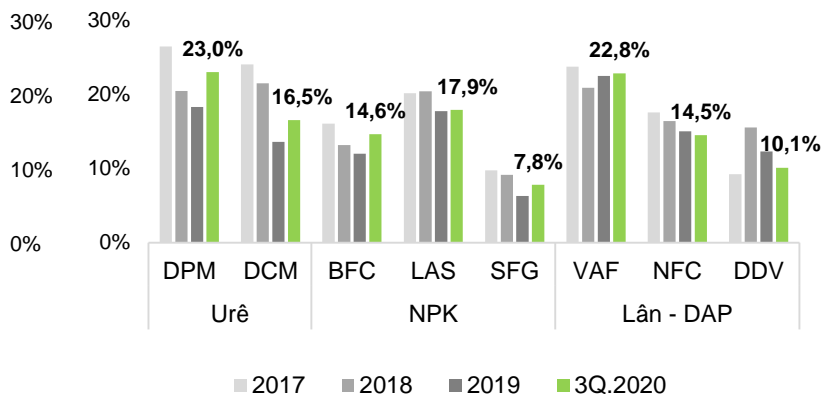
Từ năm 2014 – 2015, DCM đã bắt đầu nhập khẩu và phân phối các loại phân bón như NPK, DAP, Kali,... Tận dụng lợi thế thương hiệu và hệ thống phân phối sẵn có, DCM nhập khẩu các loại phân bón trong nước đang thiếu hụt và phân phối dưới thương hiệu của mình. Đây cũng là bước chuẩn bị thị trường cho sản phẩm NPK mới tự sản xuất của DCM.

Mảng thương mại phân bón tăng trưởng với tốc độ +57,3%/năm trong giai đoạn 2015 – 2019, đóng góp gần 20% doanh thu cho DCM. Biên lợi nhuận gộp mảng phân bón thương mại của DCM ổn định ở mức 8 – 10%, cao hơn đáng kể so với DPM (từ 4 – 8%). Do DPM phân phối chủ yếu qua hệ thống công ty con vùng miền nên phần chi phí quản lý và bán hàng cao hơn nhiều so với DCM.

Sau khi nhà máy NPK đi vào hoạt động năm 2021, FPTTS dự phóng phần doanh thu phân bón thương mại kỳ vọng giảm dần do giảm bớt lượng nhập khẩu NPK để kinh doanh sản phẩm tự sản xuất. Biên lợi nhuận gộp mảng phân bón thương mại kỳ vọng duy trì ở mức 8 – 10% trong giai đoạn 2021 – 2025.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

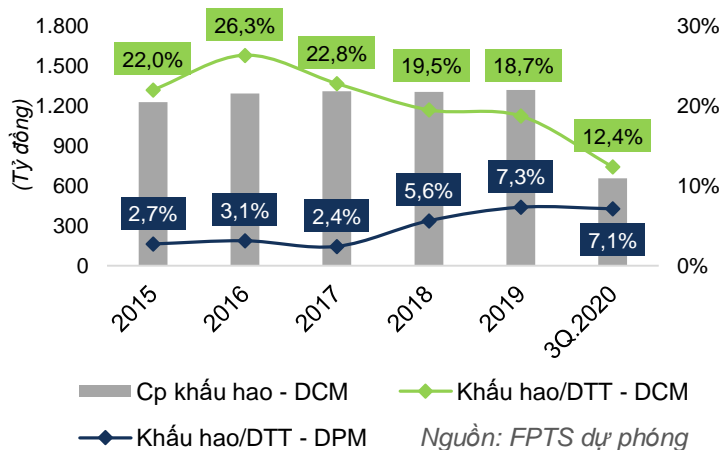
1. Kết quả hoạt động kinh doanh chịu ảnh hưởng lớn bởi giá khí đầu vào và chi phí khấu hao TSCĐ

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của DCM

Tỷ suất lợi nhuận gộp các DN phân bón


Nguồn: BCTC các DN, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2016 – 2019, DCM là doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng doanh thu vượt trội so với ngành. Doanh thu thuần của DCM tăng trưởng với CAGR đạt 12,8%/năm từ năm 2016 lên mức 7.043 tỷ đồng năm 2019. Trong khi ngành phân bón Việt Nam đang trong giai đoạn bão hòa, các doanh nghiệp trong ngành duy trì doanh thu ổn định, DCM đạt mức tăng trưởng doanh thu khá cao là do: (1) Chiến lược tăng trưởng xuất khẩu hướng ra thị trường tiềm năng như Campuchia, Ấn Độ, SriLanka,... (2) Đa dạng hóa mặt hàng phân bón từ kênh phân phối hàng nhập khẩu. Chiến lược này khá phù hợp trong giai đoạn bão hòa và thị trường nội địa cạnh tranh gay gắt như hiện nay.

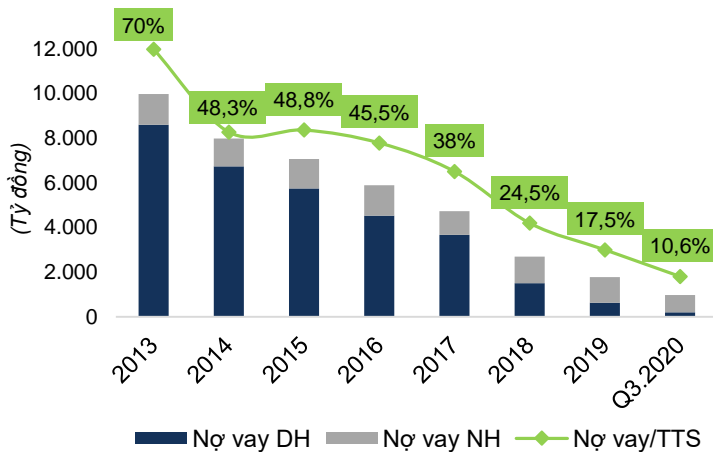
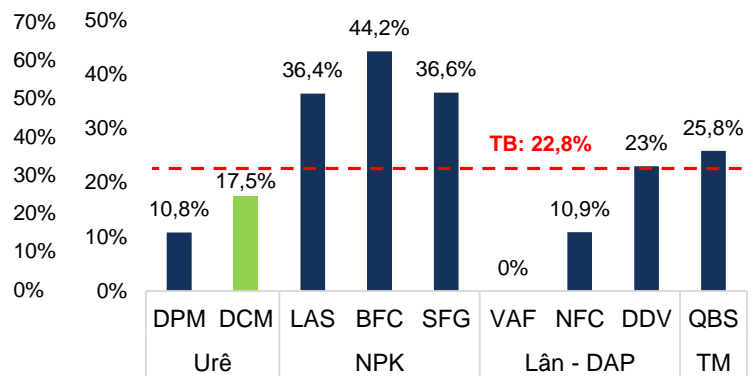
Tỷ suất lợi nhuận gộp của DCM chịu ảnh hưởng lớn bởi giá khí đầu vào và chi phí khấu hao TSCĐ. Sau 7 năm hưởng lợi từ chính sách đảm bảo ROE = 12% của PVN, năm 2019 DCM đã phải mua khí đầu vào theo giá thị trường. Giá khí ở mức cao khiến biên lợi nhuận gộp 2019 của DCM giảm mạnh về 13,6%, thấp hơn nhiều so với doanh nghiệp cùng phân khúc là DPM (18,3%). Trong 3 quý đầu 2020, giá khí đầu vào neo theo giá dầu FO thế giới giảm mạnh, biên lợi nhuận gộp có sự cải thiện đáng kể nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với DPM. Điều này là do nhà máy Đạm Cà Mau vẫn còn khấu hao khá lớn trong khi nhà máy Đạm Phú Mỹ đã hết khấu hao.

Chi phí khấu hao TSCĐ của DCM


Chi phí khấu hao hàng năm của DCM ~1.300 tỷ đồng, dự kiến trích khoản cuối cùng vào năm 2023. Chi phí khấu hao là chi phí lớn thứ hai chỉ sau chi phí nguyên vật liệu. Tỷ trọng chi phí khấu hao/doanh thu thuần chiếm đến 18,7% năm 2019, cao hơn nhiều so với tỷ trọng 7,3% của DPM. Theo nguyên tắc khấu hao của DCM, máy móc thiết bị được khấu hao trong ~10 năm, nhà cửa và vật kiến trúc là từ 5 – 25 năm. Nhà máy Đạm Cà Mau đi vào hoạt động từ năm 2012 nên khấu hao vẫn còn rất lớn. FPTS ước tính gánh nặng chi phí khấu hao của DCM sẽ kéo dài đến hết năm 2023. Từ năm 2024 trở đi, khi nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao, chi phí khấu hao còn lại khá nhỏ, kết quả kinh doanh kỳ vọng phản ánh chính xác hơn hiệu quả hoạt động của DCM.

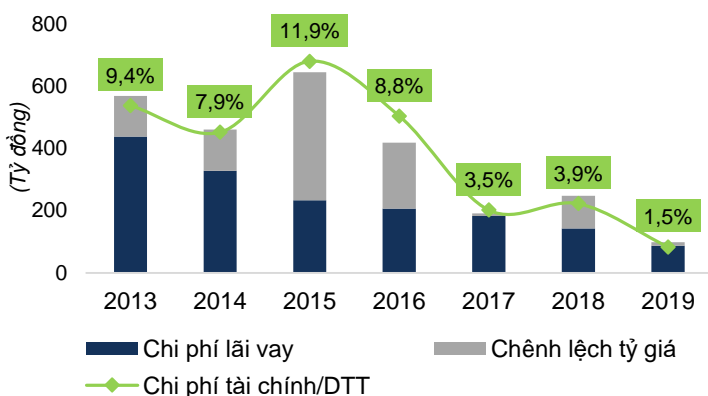
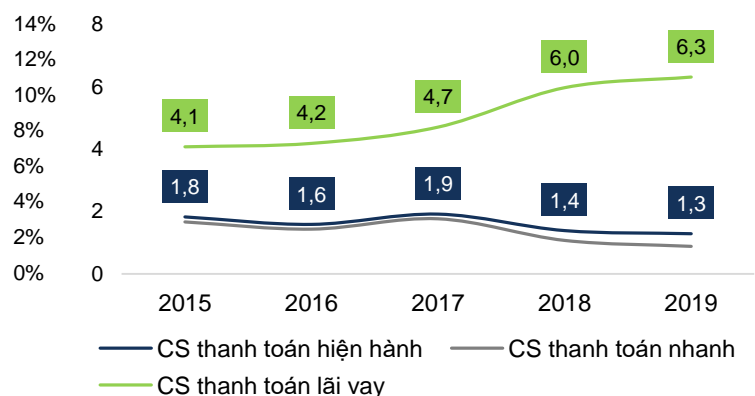
2. Cơ cấu tài chính lành mạnh, tích cực trả nợ gốc vay

Sau 07 năm tích cực trả nợ, tỷ trọng nợ vay chịu lãi của DCM giảm đáng kể từ năm 2013 đến nay. Đến thời điểm cuối năm 2019, tỷ trọng nợ vay ngắn và dài hạn/tổng tài sản chỉ còn 17,5%, thấp hơn rất nhiều so với mức 70% năm 2013. Hiện đòn bẩy tài chính của DCM chỉ còn khá thấp so với các doanh nghiệp niêm yết ngành phân bón (tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản trung bình năm 2019 là 22,8%).

Tình hình nợ phải trả và nợ vay của DCM

Tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của các DN phân bón năm 2019


Nguồn: DCM, BCTC các DN, FPTS tổng hợp

Năm 2013, các khoản nợ dài hạn phát sinh trong quá trình xây dựng nhà máy hết thời gian ân hạn, tạo áp lực chi phí tài chính lớn cho DCM. Nợ ngắn hạn phát sinh hàng năm chủ yếu là các khoản nợ gốc dài hạn đến hạn trả chuyển sang. Với hoạt động sản xuất kinh doanh có hiệu quả, mang lại cho DCM dòng tiền ổn định đảm bảo việc chi trả nợ gốc và lãi vay phát sinh hàng năm. Nợ vay dài hạn giảm đều và chi phí lãi vay phát sinh cũng giảm đáng kể qua các năm. **DCM dự kiến sẽ trả hết nợ vay của nhà máy Đạm Cà Mau vào năm 2021, theo đó, chi phí lãi vay cũng giảm mạnh, tạo điều kiện gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh.**

Chi phí tài chính của DCM qua các năm

Khả năng trả nợ và thanh toán lãi vay


Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp

Chi phí lãi vay giảm đều qua các năm với khả năng trả nợ và thanh toán lãi vay đều ở mức cao. Các chỉ số thanh toán nhanh và hiện hành đều đạt từ 1 – 2 lần, chỉ số thanh toán lãi vay tăng từ 4,1 lần năm 2015 lên 6,3 lần năm 2019. Có thể thấy, dòng tiền hoạt động kinh doanh của DCM luôn dồi dào để bù đắp cho các áp lực từ nợ vay đến hạn trả và chi phí lãi vay phát sinh hàng năm. Tuy nhiên, rủi ro chênh lệch tỷ giá cũng ảnh hưởng lớn đến chi phí tài chính của DCM. Khoản vay xây dựng nhà máy Đạm Cà Mau năm 2012 được tài trợ bằng đồng USD, lãi suất vay được tính bằng lãi suất Libor kỳ hạn 6 tháng với biên độ dao động 2,5%. Cùng với việc tích cực trả nợ, DCM đã cơ cấu lại nợ, chuyển nợ từ USD sang VND để giảm thiểu rủi ro tỷ giá. Tỷ trọng nợ vay USD chỉ còn 77,4% năm 2019, thay vì 93 - 96% như các năm trước đó. [\(Trở lại trang 1\)](#)

3. Tiếp tục hưởng lợi từ các chính sách thuế

► Kỳ vọng hưởng lợi từ chính sách thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón từ năm 2021

Từ năm 2015 đến nay, phân bón được chuyển từ diện chịu thuế GTGT 5% sang không chịu thuế GTGT theo Luật 71/2014/QH13 đã tạo ra những khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất trong nước, trong đó có DCM. Do việc thay đổi chính sách thuế này, các doanh nghiệp sản xuất nội địa không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, làm tăng giá thành sản xuất. Điều này đã tạo điều kiện cho phân bón nhập khẩu tràn vào Việt Nam với lợi thế cạnh tranh cao hơn sản phẩm nội địa.

Ngày 28/10/2020, Thủ tướng Chính phủ ký ban hành Nghị quyết số 159/NQ-CP thông qua hồ sơ trình Quốc hội về Dự án Nghị quyết thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón (*Chi tiết tờ trình và dự thảo Nghị quyết*). Theo đó, mặt hàng phân bón có thể được chuyển từ diện **không chịu thuế GTGT** sang **chịu thuế GTGT với thuế suất 5%**. Nghị quyết nếu được thông qua sẽ chính thức có hiệu lực từ ngày 01/01/2021. Như vậy, từ năm 2021, các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa sẽ được khấu trừ thuế GTGT đầu vào, phần thuế GTGT đầu vào được tách ra, làm giảm giá vốn hàng bán, tăng biên lợi nhuận gộp cho các doanh nghiệp. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng đến từng doanh nghiệp trong ngành sẽ khác nhau. Các doanh nghiệp thuộc phân khúc Urê sẽ được hưởng lợi lớn nhất, sau đó là phân lân. Hầu hết các doanh nghiệp NPK sẽ không được hưởng lợi do nguyên liệu đầu vào là phân đơn, có mức thuế suất GTGT bằng phân NPK đầu ra.

Bảng 06 - Tác động của Nghị quyết về chính sách thuế GTGT đến các doanh nghiệp ngành Phân bón

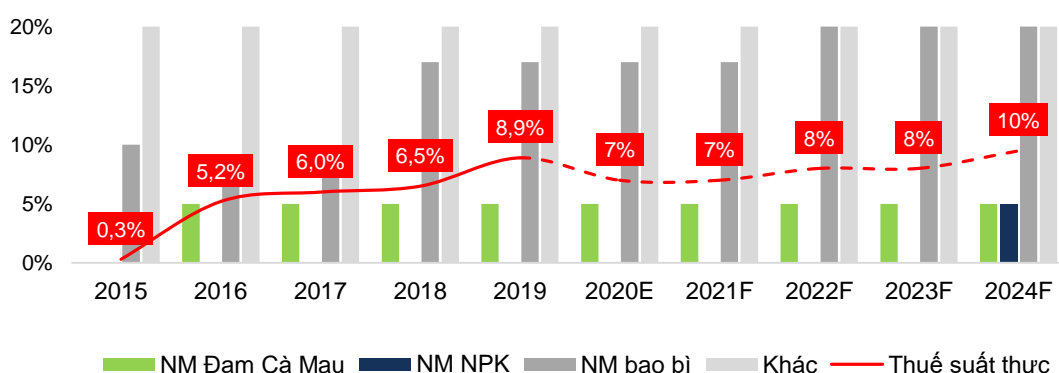
Phân khúc sản phẩm	Doanh nghiệp sản xuất	Thuế suất GTGT đầu ra từ 2021	Nguyên liệu đầu vào	Thuế suất GTGT đầu vào (được khấu trừ)	% tiết giảm chi phí GV
Phân Urê	DPM, DCM, DHB, Đạm Ninh Bình	5%	Than	10%	2,3 – 2,8%
			Khí thiên nhiên	10%	
Phân lân, DAP	LAS, SFG, VAF, NFC, DDV, DGC	5%	Quặng Apatit	5%	1,5 – 2,6%
			Lưu huỳnh	10%	
Phân NPK	BFC, LAS, SFG, ...	5%	Phân Urê/SA	5%	0,2 – 1,1%
			Phân DAP/lân	5%	
			Phân Kali	5%	

Nguồn: FPTS tổng hợp

Theo đó, DCM là một trong số các doanh nghiệp hưởng lợi nhất ngành khi tiết giảm được 2,3 – 2,5% chi phí giá vốn, tương ứng với 80 – 150 tỷ đồng. Ngoài chi phí khí thiên nhiên, chi phí điện, nước, dịch vụ mua ngoài cũng được khấu trừ thuế GTGT đầu vào với thuế suất 10%. Khoản chênh lệch thuế GTGT đầu ra (thuế suất 5%) với thuế GTGT đầu vào được khấu trừ (thuế suất 10%) sẽ giúp DCM giảm trừ đáng kể chi phí thuế GTGT phải nộp hàng năm. [\(Trở lại trang 1\)](#)

► **Tiếp tục hưởng ưu đãi thuế Thu nhập doanh nghiệp (TNDN)**

Thuế suất thuế TNDN các nhà máy của DCM



Nguồn: DCM, FPTS tổng hợp và dự phóng

DCM là doanh nghiệp được hưởng lợi lớn từ ưu đãi thuế TNDN. Do dự án nhà máy Đạm Cà Mau được đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục lĩnh vực đặc biệt ưu đãi đầu tư nên DCM được hưởng ưu đãi thuế lớn. Cụ thể, nhà máy Đạm Cà Mau được hưởng ưu đãi thuế TNDN với thuế suất 10% trong vòng 15 năm (từ 2011 – 2025), miễn thuế TNDN trong 4 năm kể từ khi có lãi (từ 2012 – 2015) và giảm 50% số thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo (từ 2016 – 2024). Năm 2025 là năm cuối cùng được hưởng ưu đãi với thuế suất 10%. Đối với nhà máy NPK chính thức hoạt động từ năm 2021, DCM kỳ vọng tiếp tục được hưởng chính sách ưu đãi tương tự nhà máy Đạm Cà Mau.

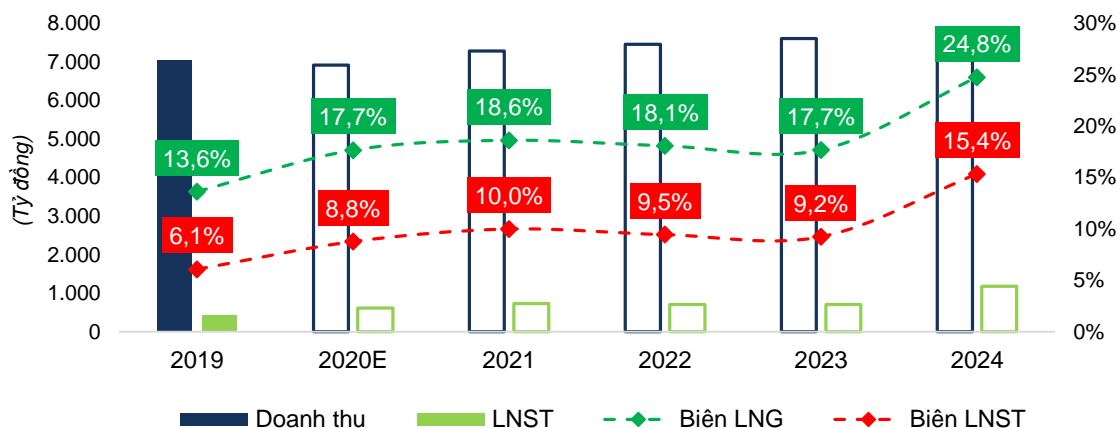
DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng của ngành và doanh nghiệp, chúng tôi đưa ra dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DCM giai đoạn 2020 – 2024 như sau:

Chỉ tiêu	Dự phóng 2020 – 2024	Diễn giải
Mảng Urê		
Tăng trưởng lượng tiêu thụ	+0,6%/năm	Nhà máy Urê Cà Mau đã hoạt động ổn định với công suất đạt từ 110 - 112% CSTK nên lượng Urê sản xuất và tiêu thụ không thể tăng trưởng mạnh như giai đoạn trước. Tăng trưởng lượng tiêu thụ Urê kỳ vọng tăng trưởng 0,6%/năm từ 2020 - 2024.
Giá phân Urê	+0,8%/năm	Đứng đầu phân khúc giá Urê nội địa, Urê Cà Mau có khả năng phản ứng với giá nguyên liệu đầu vào nhanh hơn. Bên cạnh đó, giá Urê thế giới đang hồi phục, kéo theo giá trong nước tăng lên. Chúng tôi kỳ vọng giá Urê Cà Mau tăng 0,8%/năm từ 2020 – 2024.
Mảng NPK sản xuất		
Tăng trưởng lượng tiêu thụ	+7,2%/năm	Nhu cầu phân NPK chất lượng cao trong nước chưa được đáp ứng đủ, lượng NPK nhập khẩu đang tăng qua các năm. DCM vận hành nhà máy NPK ổn định và hiệu quả với lợi thế cạnh tranh lớn từ thương hiệu và hệ thống phân phối của mình, chúng tôi kỳ vọng lượng tiêu thụ NPK của DCM đạt 7,2%/năm giai đoạn 2019 – 2024.
Giá phân NPK	+0,5%/năm	Chúng tôi dự phóng giá NPK bán ra tăng 0,5%/năm do chi phí khí nguyên liệu tăng và DCM có khả năng chuyển một phần rủi ro này cho khách hàng.
Mảng phân bón thương mại		
Tăng trưởng lượng tiêu thụ	-5,4%/năm	Sau khi nhà máy NPK của DCM đi vào hoạt động, lượng phân bón NPK nhập khẩu sẽ giảm để thay thế bằng NPK tự sản xuất. Ước tính, lượng phân bón nhập khẩu sẽ giảm ở mức -5,4%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024.
Giá bán	+0,5%/năm	Chúng tôi kỳ vọng giá phân bón thương mại trung bình tăng trưởng +0,5%/năm trong giai đoạn trên.

Từ những giả định tăng trưởng các mảng sản phẩm như trên và tác động của việc thay đổi chính sách thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của DCM giai đoạn 2020 – 2024 như sau:

Dự phóng kết quả kinh doanh của DCM 2020 - 2024



TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ
[\(Trở lại Trang 1\)](#)

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DCM bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Với kỳ vọng gia tăng hiệu suất hoạt động mảng Urê và sự thay đổi chính sách thuế GTGT đối với mặt hàng phân bón từ năm 2021, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DCM với mục tiêu trung hạn, giá mục tiêu được xác định là **14.800 VND/cp**, +19,8% so với giá đóng cửa ngày 11/11/2020.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	13.810	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	15.826	50%
Bình quân giá các phương pháp (VND/cp)		14.800	

CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

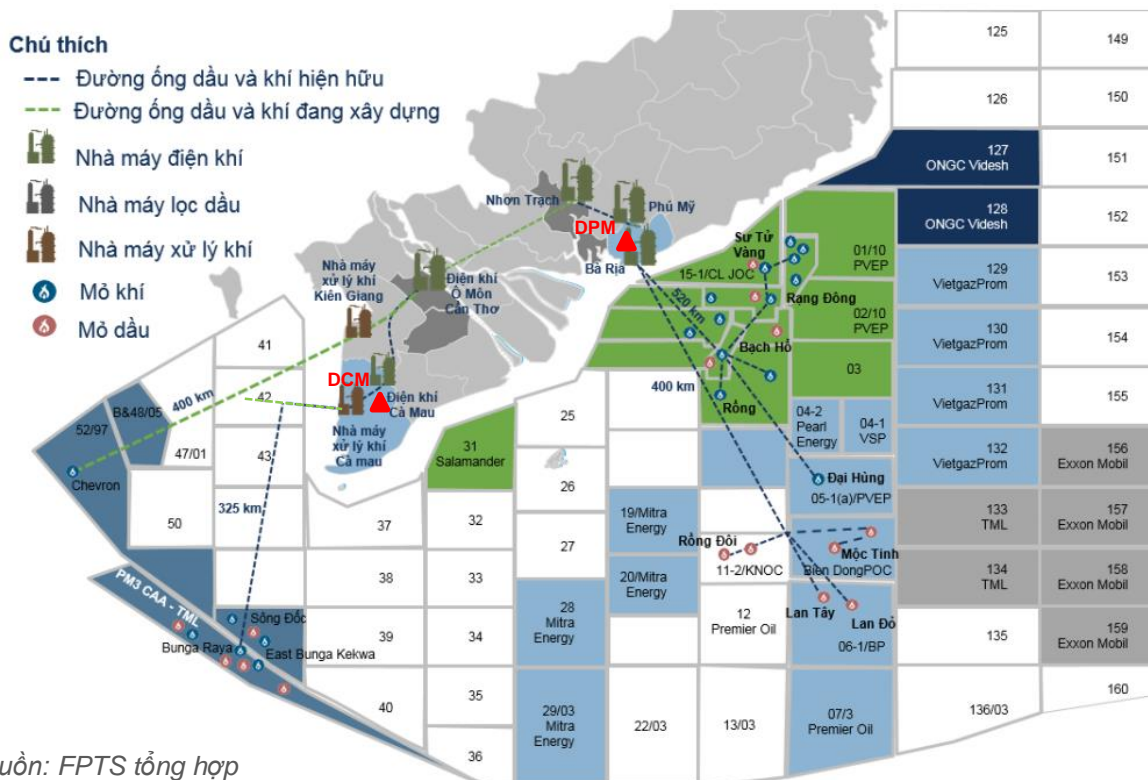
Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC 2020	13,9%	Phần bù rủi ro	10,4%
Chi phí sử dụng nợ	5,0%	Hệ số Beta	1,03
Chi phí sử dụng VCSH	15,1%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,1%	Thời gian dự phóng	7 năm

CẬP NHẬT KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	13,9%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1,0%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VND)	9.167.090
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu VND)	953
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VND)	789.893
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VND)	8.378.150
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	529,4
Giá mục tiêu (VND/cp)	15.826
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VND)	7.310.767
Giá mục tiêu (VND/cp)	13.810

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (đvt: tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F	CĐKT (đvt: tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	7.042.967	6.916.868	7.284.345	7.456.736	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	6.083.775	5.695.245	5.928.376	6.108.770	+ Tiền, tương đương tiền	471.173	567.652	1.423.632	2.382.198
Lợi nhuận gộp	959.192	1.221.624	1.355.969	1.347.965	+ Đầu tư TC ngắn hạn	2.002.000	2.202.000	2.202.000	2.202.000
- Chi phí bán hàng	364.059	366.594	386.070	402.664	+ Các khoản phải thu	401.910	507.589	562.698	615.379
- Chi phí quản lí DN	201.319	222.115	225.278	232.133	+ Hàng tồn kho	1.301.123	1.083.524	1.326.968	1.567.478
Lợi nhuận thuần HĐKD	393.814	632.915	744.621	713.168	+ Ts ngắn hạn khác	73.831	146.236	151.427	153.862
- (Lỗ)/lãi HĐTC	24.263	27.206	61.474	67.454	Tổng tài sản ngắn hạn	4.250.037	4.507.001	5.666.724	6.920.917
- Lợi nhuận khác	45.011	6.823	6.823	6.823	+ Nguyên giá TS CĐHH	14.202.688	14.280.531	14.898.141	14.975.343
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	463.088	666.944	812.918	787.446	+ Khấu hao lũy kế	(9.068.200)	(10.388.194)	(11.769.948)	(13.158.635)
- Chi phí lãi vay	87.173	63.565	28.523	15.979	+ GT còn lại TS CĐHH	5.134.488	3.892.337	3.128.193	1.816.708
Lợi nhuận trước thuế	463.088	666.944	799.271	773.800	+ Đầu tư tài chính DH	-	-	-	-
- Thuế TNDN	41.018	60.025	71.135	68.868	+ Tài sản dài hạn khác	36.412	31.567	31.567	31.567
LNST	427.724	606.919	728.136	704.932	+ Xây dựng cơ bản DD	698.506	805.889	188.279	111.077
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.384	2.197	2.636	2.552	Tổng tài sản dài hạn	5.922.558	4.773.749	3.382.798	1.984.915
LNST của cổ đông CT Mẹ	426.175	604.722	725.500	702.380	Tổng tài sản	10.172.595	9.280.750	9.049.522	8.905.832
EPS (đ)	715	971	1.165	1.128	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Chỉ số khả năng sinh lời	2019	2020	2021	2022	+ Phải trả người bán	879.302	814.864	758.370	674.171
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,6%	17,7%	18,6%	18,1%	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.156.372	43.828	140.867	112.938
Tỷ suất LNST	6,1%	8,8%	10,0%	6,6%	+ Quỹ khen thưởng	104.358	195.067	303.892	409.249
ROE DuPont	6,9%	9,9%	11,7%	11,1%	Nợ ngắn hạn	3.299.998	2.250.811	2.387.612	2.355.991
ROA DuPont	4,0%	6,2%	7,9%	7,8%	+ Vay và nợ dài hạn	628.472	746.064	235.184	-
Tỷ suất EBIT/doanh thu	6,6%	9,6%	11,2%	10,6%	Nợ dài hạn	-	-	-	-
LNST/LNTT	92,0%	90,7%	90,8%	90,8%	Tổng nợ	766.270	883.861	372.981	137.797
LNTT/EBIT	100,0%	100,0%	98,3%	98,3%	+ Vốn điều lệ	5.294.000	5.294.000	5.294.000	5.294.000
Vòng quay tổng tài sản	66,4%	71,1%	79,5%	83,1%	+ LN chưa phân phối	428.846	430.221	497.245	561.047
Đòn bẩy tài chính	171,3%	158,8%	147,4%	141,4%	Vốn chủ sở hữu	6.079.049	6.116.603	6.256.818	6.377.381
					Lợi ích cổ đông thiểu số	27.278	29.475	32.111	34.663
					Tổng cộng nguồn vốn	10.172.595	9.280.750	9.049.522	8.905.832
Chỉ số hiệu quả vận hành	2019	2020	2021	2022	Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	0,5	5,00	5,50	6,00	Tiền đầu năm	285.772	471.173	567.652	1.423.632
Số ngày tồn kho	68,8	70,00	82,00	94,00	Lợi nhuận sau thuế	463.088	604.722	725.500	702.380
Số ngày phải trả	45,6	43,00	38,00	33,00	+ Khấu hao	1.318.841	1.329.190	1.390.951	1.397.883
Thời gian luân chuyển tiền	23,7	32,00	49,50	67,00	+ Điều chỉnh	(250.596)	(65.363)	(2.555)	117
COGS / Hàng tồn kho	4,7	5,26	4,47	3,90	+ Thay đổi vốn lưu động	(169.488)	(115.432)	(367.614)	(402.241)
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2019	2020	2021	2020F	Tiền từ hoạt động KD	1.370.763	1.753.117	1.746.282	1.698.138
CS thanh toán hiện hành	1,29	2,00	2,37	2,94	+ Thanh lý TSCĐ	-	-	-	-
CS thanh toán nhanh	0,89	1,52	1,82	2,27	+ Chi mua sắm TSCĐ	(414.763)	(185.226)	0	(0)
CS thanh toán tiền mặt	0,75	1,23	1,52	1,95	Tiền từ hđ đầu tư	209.642	(185.226)	0	(0)
Nợ / Tài sản	0,18	0,09	0,04	0,01	+ Cổ tức đã trả	(478.082)	(476.460)	(476.460)	(476.460)
Nợ / Vốn CSH	0,29	0,13	0,06	0,02	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(1.112.543)	97.038	(27.929)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,19	0,01	0,02	0,02	+ Thay đổi nợ dài hạn	-	117.592	(510.881)	(235.184)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,10	0,12	0,04	0,00	Tiền từ hoạt động TC	(1.394.786)	(1.471.412)	(890.302)	(739.572)
Khả năng TT lãi vay	5,31	10,49	28,50	49,28	Tổng lưu chuyển tiền tệ	185.619	96.479	855.980	958.566
					Tiền cuối năm	471.173	567.652	1.423.632	2.382.198

PHỤ LỤC
PHỤ LỤC 1 – Nguồn khí cung cấp cho nhà máy Đạm Cà Mau
[\(Trở lại mục chính\)](#)

PHỤ LỤC 2 – Chính sách giá khí của DPM năm 2020
[\(Trở lại mục chính\)](#)

Giá khí hợp đồng 2020 của DPM vẫn được quy định với công thức neo theo giá dầu FO thế giới. Tuy nhiên, cước phí vận chuyển và phân phối khí được tính riêng cho từng nguồn khí từ bể Cửu Long và Nam Côn Sơn:

Đối với nguồn khí từ bể Cửu Long: $P = 46\% \text{ MFO} + T_{CL}$

Đối với nguồn khí từ bể Nam Côn Sơn: $P = 46\% \text{ MFO}^* + T_{NCS1} + D_P$

Trong đó:

- **P:** Giá khí hợp đồng, chưa bao gồm VAT (VND/MMBTU, quy đổi USD theo tỷ giá bán ra của Vietcombank);
- **46% MFO:** Giá khí quy đổi theo giá dầu FO trung bình tháng tại thị trường Singapore (USD/MMBTU);

* Riêng nguồn khí từ bể Nam Côn Sơn, trong trường hợp thành phần 46% MFO trong tháng thấp hơn giá khí tại mỏ Lô 06.1 thì giá khí tại mỏ này được quy định là giá sàn quy đổi. Theo ước tính của DPM, giá khí trung bình tại mỏ Lô 06.1 dự báo khoảng 3,0 USD/MMBTU năm 2020.

- **T_{CL}:** Cước phí vận chuyển và phân phối khí Bể Cửu Long (USD/MMBTU);
- **T_{NCS1}:** Cước phí vận chuyển khí Bể Nam Côn Sơn (USD/MMBTU);
- **D_P:** Cước phí phân phối khí tại trạm phân phối khí Phú Mỹ.

Cước phí vận chuyển và phân phối khí cho DPM năm 2020

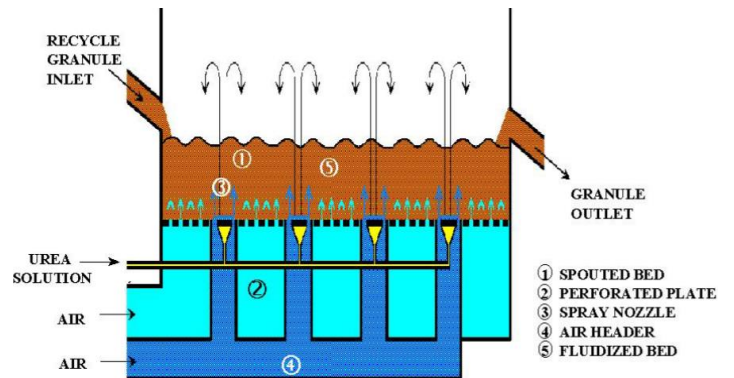
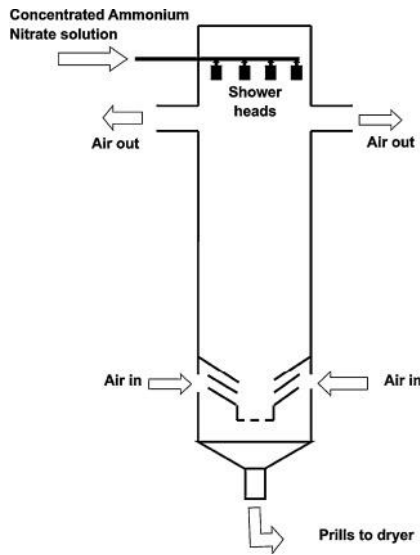
	Bể Cửu Long (86%)		Bể Nam Côn Sơn (14%)	
	Mỏ Bạch Hổ, Rạng Đồi Mỗi (65%)	Nguồn khí khác (21%)	Từ 01/01/2020 - 31/03/2020	Từ 01/04/2020 - 31/12/2020
Cước phí vận chuyển khí	T _{CL} = 1,02	T _{CL} = 3,22	T _{NCS1} = 1,263055	T _{NCS1} = 1,288316
Cước phí phân phối khí			D _P = 0,15	

PHỤ LỤC 3 – So sánh công nghệ tạo hạt Urê của các nhà máy trong nước

[\(Trở lại mục chính\)](#)



Sản phẩm	Urê hạt trong	Urê hạt đục
----------	---------------	-------------

Cơ chế phun tạo hạt Urê



Dung dịch Urê được phun từ trên xuống trong tháp tổng hợp cao khoảng 100m, rơi xuống tạo thành các hạt nhỏ.

Dung dịch Urê được phun qua nhiều vòi từ dưới lên cao, rơi xuống tạo thành các hạt, sau khi đi qua mỗi vòi phun thì kích thước hạt Urê sẽ lớn dần lên.

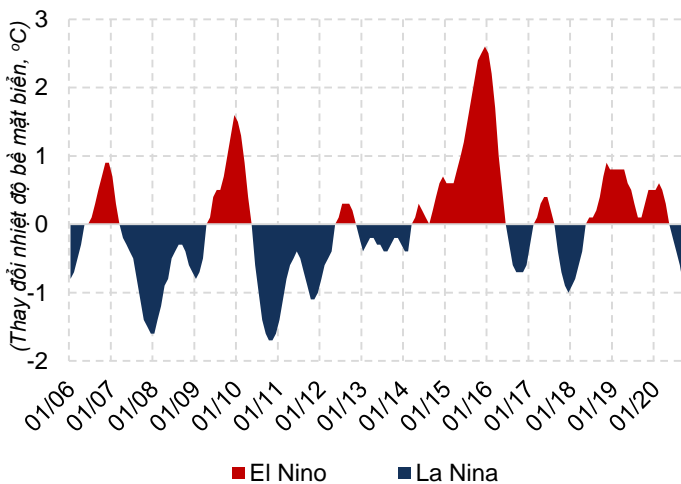
Đặc tính sản phẩm	Urê hạt trong	Urê hạt đục
	 <p>Kích thước hạt: 1 – 2,5 mm Tan nhanh hơn, dễ đập vỡ hơn</p>	 <p>Kích thước hạt: 2 – 4 mm Tan chậm hơn, cứng chắc, dễ bảo quản hơn</p>

PHỤ LỤC 4 – Các yếu tố tích cực cho ngành Nông nghiệp Việt Nam năm 2021

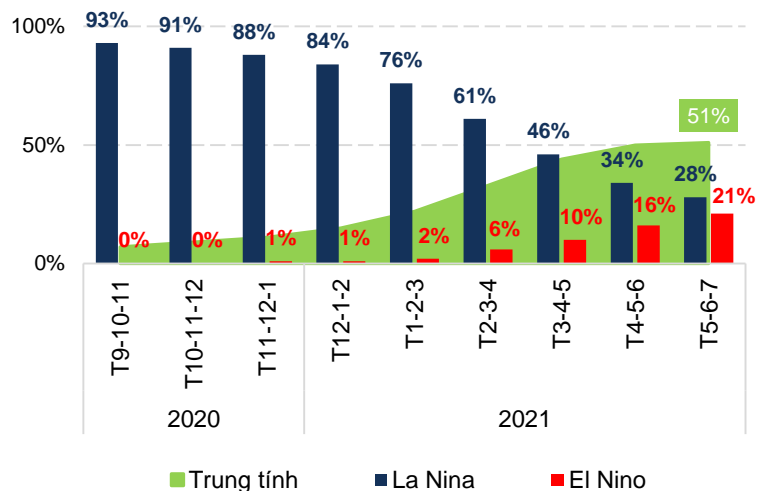
[\(Trở lại mục chính\)](#)

► Yếu tố thời tiết dự báo thuận lợi hơn, thúc đẩy canh tác nông nghiệp năm 2021

Chỉ số ONI thể hiện thay đổi nhiệt độ bề mặt nước biển khu vực Nino 3.4



Xác suất xảy ra hiện tượng ENSO 2020 - 2021

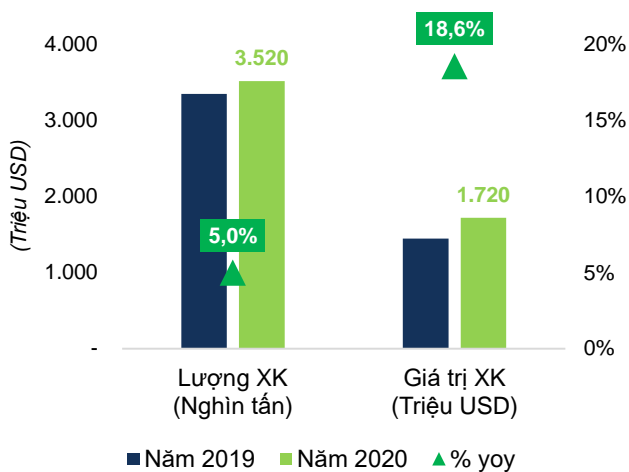


Nguồn: Cục dự báo thời tiết, đo lường đại dương và khí quyển Mỹ (NOAA), Trung tâm dự báo thời tiết Mỹ (CPC), FPTs tổng hợp

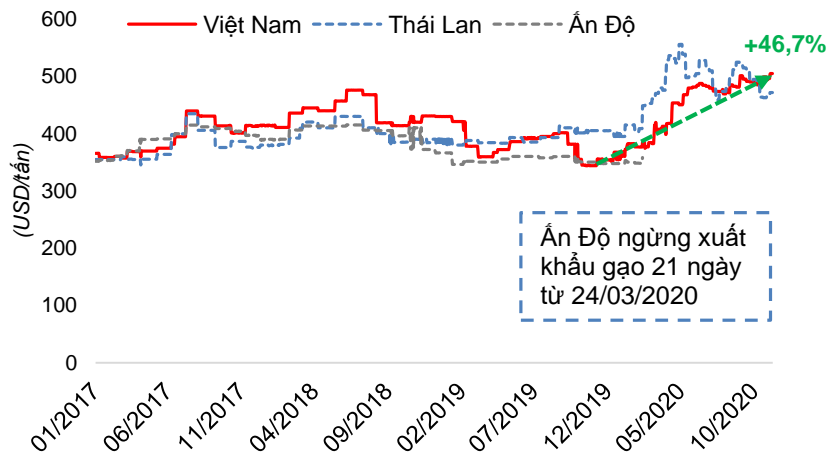
Hiện tượng La Nina bắt đầu duy trì tại khu vực Nino 3.4 từ giữa năm 2020 với cường độ trung bình. La Nina là hiện tượng lớp nước biển bề mặt lạnh đi bất thường, nó thuộc dòng biển lạnh làm giảm nhiệt độ của những vùng mà nó đi qua. Hiện tượng La Nina thường bắt đầu hình thành từ tháng ba đến tháng sáu hằng năm, và gây ảnh hưởng mạnh nhất vào cuối năm cho tới tháng 2 năm sau. Dự báo hiện tượng La Nina sẽ duy trì trong những tháng cuối năm 2020 và đầu năm 2021, trạng thái trung tính sẽ trở lại từ tháng 4-5/2021, sau khi La Nina yếu dần. Với dự báo trên, diện tích canh tác nông nghiệp kỳ vọng gia tăng, kéo theo nhu cầu phân bón niêm vụ 2020/2021 cải thiện so với cùng kỳ năm trước, khi hiện tượng El Nino gây ra hạn – mặn nghiêm trọng ở khu vực ĐBSCL.

► **Giá lương thực tăng cao, tạo điều kiện thúc đẩy canh tác nông nghiệp và nhu cầu chăm bón cây trồng**

Xuất khẩu gạo của Việt Nam 6T.2020



Giá gạo trắng 5% tằm xuất khẩu (FOB)



Nguồn: Bloomberg, TCHQ, FPTS tổng hợp

Giá gạo trắng xuất khẩu hiện đang ở mức cao nhất 05 năm trở lại đây. Tính đến đầu tháng 11/2020, giá gạo trắng 5% tằm của Việt Nam xuất khẩu đã tăng mạnh lên mức 505,25 USD/tấn, +46,7% yoy. Mức giá gạo hiện tại cao hơn so với mức giá 445 – 480 USD/tấn sản phẩm cùng loại của Thái Lan và 376 – 382 USD/tấn gạo đồ của Ấn Độ. Giá gạo Việt Nam tăng cao do triển vọng các đơn hàng mới từ Philippin, Trung Quốc, Malaysia, trong khi nhu cầu giảm khiến giá gạo Thái Lan giảm 07 tuần liên tiếp.

Giá gạo ở mức cao khiến bà con nông dân có động lực gia tăng sản xuất, mở rộng diện tích gieo trồng. Với tình hình thời tiết thuận lợi sẽ là điều kiện tốt để người nông dân tăng cường chăm bón cho cây trồng, nâng cao năng suất, từ đó gia tăng nhu cầu sử dụng phân bón.

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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 17 cổ phiếu DCM và chuyên viên phân tích không nắm giữ 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 <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

Số 52 - Đường Lạc Long Quân, P Bưởi
Quận Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 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,
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 62908686
Fax: (84.28) 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: (84.236) 3553666
Fax: (84.236) 3553888