

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH  
CÔNG TY CỔ PHẦN  
PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU  
DCM-HSX**

**Tháng 11.2017**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**
**THÔNG TIN NIÊM YẾT**

Tên Công ty	<b>Công Ty cổ phần Phân bón dầu khí Cà Mau</b>
Ngành nghề	Phân bón, hóa chất
Sàn giao dịch	HOSE
Mã chứng khoán	DCM
Vốn điều lệ	5,294 tỷ đồng
Vốn hóa: 28/11/2017	6,829 tỷ đồng
Giá cổ phiếu hiện tại: 28/11/2017	12,900 đồng

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam - PVN	75.56%
Cty CP Quản lý Quỹ Đầu tư Tài chính Dầu khí	8.70%
Cổ đông nước ngoài	2.67%
Cổ đông khác	13.07%

**BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU**

**CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	6,044	5,582	4,910
Lợi nhuận gộp	1,457	1,631	1,314
EBITDA	798	712	632
Lợi nhuận ròng	1,591	1,142	1,086
EPS (đ)		1,175	1,011
Cổ tức bằng tiền (đ)	-	1,200	500
Lợi suất cổ tức	-	12%	5%

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ**

<b>Phương pháp PE</b>	<b>10,892 đồng</b>
<b>Phương pháp PB</b>	<b>13,568 đồng</b>
<b>Phương pháp FCFE</b>	<b>21,100 đồng</b>

**Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (PVCFC) tự hào là nhà sản xuất phân bón Urê hạt đục hàng đầu và duy nhất tại Việt Nam với nhà máy Đạm Cà Mau đạt công suất 800,000 tấn/năm. Sau 5 năm đi vào hoạt động, sản phẩm mang thương hiệu "Đạm Cà Mau – Hạt ngọc mùa vàng" đã trở thành lựa chọn số 1 đối với bà con nông dân khu vực ĐBSCL, cũng như được tin dùng ngày càng rộng rãi tại các khu vực khác ở thị trường nội địa, chiếm 38% thị phần phân ure, đứng thứ 2 tại Việt Nam.**

**Không dừng ở lại đó, thương hiệu Đạm Cà Mau tiếp tục chủ động mở rộng thị trường ra nước ngoài với việc xuất khẩu sản phẩm urê chất lượng sang các nước Campuchia, Philippines, Thái Lan, Bangladesh và cả các thị trường khó tính như Nhật Bản và Hàn Quốc.**

**Trên quan điểm đầu tư, Chúng tôi khuyến nghị GIỮ ĐỐI với cổ phiếu DCM tại mức giá hiện nay.**

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

- **Vị trí địa lý thuận lợi để phát triển và cạnh tranh về giá thành:** Nằm trong khu công nghiệp khí điện đạm Cà Mau, cùng với lợi thế về địa lý giúp ổn định nguồn cung cấp (điện và khí) và giảm các chi phí liên quan tới giá thành sản phẩm (như vận chuyển, logistic). Đặc biệt là thị trường tiêu thụ rộng lớn với các tỉnh Tây nam bộ, nơi có diện tích canh tác lúa và hoa màu khác lớn nhất cả nước. Thị phần hiện nay của Đạm Cà Mau: 55% Vùng Tây Nam Bộ, 25% Vùng Đông Nam Bộ, 38% Thị trường Campuchia. Trong dài hạn, đây là yếu tố lợi thế cạnh tranh rất lớn.
- **Hoạt động sản xuất và kinh doanh an toàn, liên tục kể từ khi đi vào hoạt động:** Nhà máy với công nghệ hiện đại, thiết bị đồng bộ tiêu chuẩn châu Âu, đảm bảo hàng năm sản xuất và cung cấp khoảng 800,000 tấn Ure cho nhu cầu trong và ngoài nước, đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo cung cấp phân bón cho nhu cầu thị trường.
- **Tiềm năng phát triển xuất khẩu:** Từ năm 2015, Công ty (PVCFC) đã hợp tác với các đối tác tại Campuchia gồm: Yetak Group Co., Ltd, Ta Mchas Sre Co., Ltd, Heng Pich Pich Chay Import & Export Co., Ltd. Dư địa tăng trưởng tại thị trường Campuchia đang rất lớn khi mà nhu cầu urê của Campuchia khoảng 250,000 tấn/năm, trong đó 90% là urê hạt đục, tập trung tiêu thụ tại các vùng nông nghiệp trọng điểm như khu vực Biển Hồ và các tỉnh giáp ranh với biên giới Việt Nam.
- **Phân bón được đưa về dạng chịu thuế bằng 0%:** Khí tự nhiên chiếm tới 60% chi phí nguyên vật liệu trong sản xuất phân bón của DCM, hiện chịu thuế VAT đầu vào 10%, khi chính sách thuế 0% được áp dụng, đây sẽ là một tin vui bởi doanh nghiệp có thể giảm được lượng chi phí, gia tăng lợi nhuận hàng trăm tỷ đồng nhờ được hoàn thuế giá trị gia tăng đầu vào so với chính sách không áp

thuế trước đây.

- **Tình hình tài chính đang ngày càng tốt lên:** DCM đang có tài chính tốt lên với lượng nắm giữ khoảng 814 tỷ đồng tiền và các khoản tương đương tiền, cùng với 2,300 tỷ đồng đầu tư tài chính. Khấu hao được 5,200 tỷ trong 13,000 tỷ tài sản cố định. Nợ phải trả giảm dần qua từng năm. Với dòng tiền mạnh, công ty có thể bớt giảm phụ thuộc vào vốn vay phải trả lãi cũng như dễ dàng hơn trong đầu tư dự án mới.
- **Nguồn nguyên liệu khí được cung cấp ổn định:** nguồn khí đầu vào được ký hợp đồng dài hạn PVGAS đảm bảo cho nhà máy hoạt động ổn định. Giá khí đầu vào giai đoạn 2015 – 2018 được Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) – công ty mẹ đảm bảo lợi nhuận đạt 12% trên vốn chủ sở hữu.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Ảnh hưởng của biến động tỷ giá đối với khoản vay nợ ngoại tệ:** Công ty có khoản vay nợ dài hạn bằng ngoại tệ với Vietinbank và Ngân hàng TMCP Đại chúng Việt Nam với số tiền gốc tương ứng là 220,000,000 USD và 48,071,638 USD, biến động tỷ giá hàng năm làm gia tăng chi phí hoạt động, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của công ty.
- **Giảm hỗ trợ từ PVN:** Từ năm 2019, Công ty không còn được sự hỗ trợ về giá khí từ Tập đoàn mà áp theo cơ chế giá thị trường nên sẽ ảnh hưởng đáng kể tới kết quả kinh doanh. Mặc dù vậy, chúng tôi đánh giá năng lực hoạt động kinh doanh của công ty đã nâng cao trong các năm qua, đây sẽ là cơ hội để công ty hoạt động độc lập, cắt giảm chi phí và nâng cao hiệu quả hơn nữa.

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG VÀ KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ III VÀ 9T.2017

### *Tình hình sản xuất và kế hoạch*

Năm 2017 công ty đặt kế hoạch sản lượng tiêu thụ dự kiến là 752,000 tấn ure thương mại, 30,000 tấn sản phẩm mới các loại và kinh doanh 75,000 tấn phân bón khác trên thị trường với tổng doanh thu dự kiến trên 5,300 tỷ đồng (tăng 10% so với 2016).

Theo Đạm Cà Mau, công ty đã hoàn thành chỉ tiêu sản xuất năm 2017 vào ngày 8/11/2017, sớm 53 ngày so với kế hoạch với sản lượng tiêu thụ cán mốc 101%. Ước tính 2 tháng còn lại, Đạm Cà Mau sẽ nỗ lực để đạt con số 880.01 nghìn tấn sản xuất (117% so với kế hoạch), 875.24 nghìn tấn tiêu thụ (116%), tổng doanh thu 5,948 tỷ đồng (112% so với kế hoạch), lợi nhuận trước thuế tương đương 667 tỷ đồng. Công ty đón nhiều thuận lợi trong năm 2017 do nguồn cung cấp khí ổn định, công tác bảo dưỡng và vận hành máy móc được thực hiện tốt, giúp sản phẩm của DCM luôn là lựa chọn tối ưu với người dân ở DBSCL và Campuchia.

### *Cơ chế giá khí nhiên liệu*

DCM được hưởng ưu đãi về giá khí đến hết năm 2018, chi tiết hơn, trong năm 2017,

mức giá khí tạm tính Công ty phải trả cho tập đoàn cho năm 2017 là 1.52USD/mmBTU. Mức giá khí tạm tính này sẽ được Tập đoàn xem xét điều chỉnh chính thức khi có biến động ảnh hưởng đến kết quả sản xuất kinh doanh của Công ty để đảm bảo hiệu quả sản xuất kinh doanh phân bón của Công ty với mức tỷ suất lợi nhuận trước thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân là 12%/năm.

### ***Kết quả kinh doanh***

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Q3.2017</b>	<b>Q3.2016</b>	<b>% thay đổi</b>	<b>9T 2017</b>	<b>9T 2016</b>	<b>% thay đổi</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>1,158</b>	<b>856</b>	<b>35.28%</b>	<b>4,196</b>	<b>3,164</b>	<b>32.62%</b>
Giá vốn hàng bán	980	705	39.01%	2,967	2,411	23.06%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>178</b>	<b>151</b>	<b>17.88%</b>	<b>1,229</b>	<b>753</b>	<b>63.21%</b>
Doanh thu tài chính	44	42	4.76%	120	242	-50.41%
Chi phí tài chính	52	61	-14.75%	157	244	-35.66%
Chi phí quản lý	62	53	16.98%	263	167	57.49%
Chi phí bán hàng	68	59	15.25%	294	197	49.24%
<b>Lợi nhuận hoạt động kinh doanh</b>	<b>40</b>	<b>20</b>	<b>100.00 %</b>	<b>635</b>	<b>387</b>	<b>64.08%</b>
Lợi nhuận trước thuế	40	35	14.29%	638	404	57.92%
Lợi nhuận sau thuế	39	34	14.71%	604	383	57.70%
<b>EPS(đồng/g)</b>	<b>44</b>	<b>64</b>	<b>-31.25%</b>	<b>1,050</b>	<b>644</b>	<b>63.04%</b>

Năm 2017, DCM đạt kế hoạch 5,328 tỷ đồng doanh thu và 633 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

Trong Quý III/2017, doanh thu thuần của DCM đạt 1,158 tỷ đồng, tăng 35.43% so với cùng kỳ năm 2016. Giá vốn hàng bán trong kỳ đạt 980 tỷ đồng, tăng 39.20% so với cùng kỳ năm 2016. Lợi nhuận gộp cũng tăng 17.88% so với cùng kỳ, đạt 178 tỷ đồng. Doanh thu từ hoạt động tài chính đạt 44 tỷ đồng, không thay đổi nhiều so với cùng kỳ năm 2016. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đạt lần lượt 68 và 62 tỷ đồng, tương ứng mức tăng 17.24% và 16.98% so với cùng kỳ năm 2016. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 40 tỷ đồng, tăng gần gấp đôi so với số liệu của năm 2016, tuy nhiên lợi nhuận trước thuế không tăng mạnh so với cùng kỳ (40 tỷ đồng so với 36 tỷ đồng của năm 2016) do giảm mạnh trong khoản thu nhập khác. Lợi nhuận sau thuế đạt 39 tỷ đồng, tăng 5 tỷ đồng so với cùng kỳ 2016.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2017, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp đạt 4,196 tỷ đồng và 1,229 tỷ đồng, tương ứng mức tăng 32.61% và 63.08%. Doanh thu chủ yếu đến từ việc bán phân ure, đạt 3,772 tỷ đồng. Doanh thu từ hoạt động tài chính ghi nhận mức giảm từ 242 tỷ của cùng kỳ năm 2016 xuống còn 120 tỷ đồng do công ty không còn ghi nhận nhiều lãi từ chênh lệch tỷ giá ( 7.7 tỷ đồng của 9 tháng đầu năm 2017 so với 122.5 tỷ đồng của cùng kỳ 2016). Chi phí tài chính giảm mạnh gần 90 tỷ đồng so với cùng kỳ của năm 2016 phần lớn do công ty chỉ chịu lỗ chênh lệch tỷ giá hơn 7 tỷ đồng, trong khi con số của năm trước là 79 tỷ đồng và bên cạnh đó là chi phí lãi vay giảm gần 15 tỷ đồng với con số của năm 2016. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh (293 tỷ đồng và 263 tỷ đồng tương ứng so với 196 và 167 tỷ đồng của năm 2016) do công ty đẩy mạnh đầu tư cho hoạt động quảng cáo, tiếp thị đã khiến doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ, trong đó LNTT và LNST đạt 637 tỷ đồng và 603 tỷ đồng, tương ứng mức tăng 58.06% và 57.44% so với cùng kỳ 2016.

Như vậy, trong 9 tháng đầu năm Công ty đã hoàn thành được 78.75% kế hoạch doanh thu và 95.26% kế hoạch lợi nhuận sau thuế.

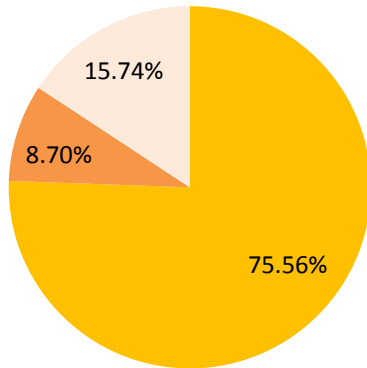
#### ***Dự báo của chúng tôi***

Dựa theo năng lực sản xuất, nhu cầu tiêu thụ của thị trường cũng như sản lượng sản xuất các năm qua, chúng tôi dự báo sản lượng phân bón năm 2017 dự kiến ở mức 880 nghìn tấn Đạm Cà Mau. Do công suất của nhà máy Đạm Cà Mau đã đạt mức tối đa, chúng tôi dự kiến sản lượng phân bón sản xuất và kinh doanh trong năm 2018 vẫn duy trì ở mức 880,000 tấn. Giá khí đầu vào ổn định từ PVN nên giá vốn hàng bán sẽ không có nhiều biến động. ***Ước tính doanh thu năm 2017 đạt 5,950 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cả năm 2017 đạt 667 tỷ đồng, tăng 6.7% so với cùng kỳ 2016. Năm 2018, Công ty vẫn được trợ giá khí từ PVN nên doanh thu có thể tăng lên 10% do giá bán ure trên thế giới có xu hướng tăng, đạt 6,500 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế duy trì ở mức 680 tỷ đồng.***

Từ năm 2019, Đạm Cà Mau sẽ không được hưởng ưu đãi về giá khí đầu vào. Tuy nhiên, với hơn 5 năm phát triển, doanh nghiệp đã có những bước tiến mạnh mẽ trong việc mở rộng thị phần, phát triển mạnh mẽ hệ thống phân phối, mang thương hiệu của mình đến với người dân và hơn hết sản phẩm đã được đông đảo thị trường chấp nhận, tiêu thụ rất tốt. Do vậy, đây là động lực để Đạm Cà Mau có thể nâng cao năng suất, tiết giảm chi phí để hướng đến những mục tiêu doanh thu và lợi nhuận cao hơn.

## Cơ cấu vốn cổ đông tháng 11.2017

Cơ cấu cổ đông



- Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam - PVN
- Công ty CP Quản lý Quỹ Đầu tư Tài chính Dầu khí
- Cổ đông khác



## GIỚI THIỆU VỀ CÔNG TY

- **Tên công ty:** CÔNG TY CỔ PHẦN PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU
- **Tên quốc tế:** PETROVIETNAM CAMAU FERTILIZER JOINT STOCK COMPANY
- **Tên viết tắt:** PVCFC
- **Trụ sở:** Lô D, Khu CN Phường 1, Đường Ngô Quyền, Phường 1, Tp. Cà Mau
- **Điện thoại:** 0780.3819000
- **Fax:** 0780.3590501
- **E-mail:** contact@pvcfc.com.vn
- **Website:** <http://www.pvcfc.com.vn/>

### Lịch sử hình thành:

- Công ty TNHH MTV 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 được thành lập theo Quyết định số 474/QĐ-HĐTV ngày 09/03/2011 của Chủ tịch Hội đồng Thành viên Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, sau khi được sự chấp thuận của Thủ tướng Chính phủ.
- Năm 2012 là năm đầu tiên Công ty TNHH MTV Phân bón Dầu khí Cà Mau đi vào hoạt động sản xuất kinh doanh đưa sản phẩm Đạm Cà Mau ra thị trường. Nhà máy Đạm Cà Mau với công suất 800.000 tấn/năm.
- 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 thời điểm 15/01/2015, PVCFC đã hoàn tất chào bán cổ phần lần đầu cho các đối tượng Nhà nước, người lao động và đấu giá công khai theo phương án đã được duyệt, riêng phương án chào bán cho nhà đầu tư chiến lược thì vẫn chưa hoàn tất
- Ngày 09/01/2015, PVCFC đã tổ chức thành công Đại hội đồng cổ đông thành lập, và vào ngày 15/01/2015, Công ty chính thức trở thành công ty cổ phần theo Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 2001012298 do Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Cà Mau cấp.
- Vốn điều lệ của công ty tại thời điểm cổ phần hóa theo giấy phép kinh doanh số 2001012298 do Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Cà Mau cấp lần đầu ngày 24/03/2011 và đăng ký thay đổi lần thứ 5 ngày 15/01/2015 là 5,294,000,000,000 đ (Năm nghìn hai trăm chín mươi bốn tỷ đồng).

### Ngành nghề kinh doanh:

- Sản xuất hóa chất cơ bản, phân bón và hợp chất ni tơ
- Bán buôn, bán lẻ phân bón, hóa chất sử dụng trong công - nông nghiệp

- Tư vấn hướng dẫn kỹ thuật sử dụng phân bón và hóa chất
- Kho bãi và lưu giữ và bốc xếp hàng hóa
- Nghiên cứu và phát triển thực nghiệm khoa học tự nhiên và kỹ thuật
- Kiểm tra và phân tích kỹ thuật
- Bảo dưỡng, sửa chữa máy móc, thiết bị
- Kinh doanh ngành nghề khác phù hợp với quy định của pháp luật

**Vốn điều lệ:** Vốn điều lệ của Công ty đến 11/2017 đạt 5,294 tỷ đồng, tương đương với 529,400,000 cổ phần.

**Cơ cấu cổ đông đến 11.2017:**

STT	Cơ cấu cổ đông	Cổ phần sở hữu	Tỷ lệ %
1	Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam - PVN	400,023,057	75.56%
2	Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư Tài chính Dầu khí	46,051,662	8.70%
3	Cổ đông khác	83,325,281	15.74%
<b>4</b>	<b>Tổng</b>	<b>529,400,000</b>	<b>100.00%</b>

*Nguồn: BCTC DCM*

**Sản phẩm của Đạm Cà Mau**



**LĨNH VỰC HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

**Ngành nghề kinh doanh chính**

Nhà máy Đạm Cà Mau nằm trong khu công nghiệp Khí – Điện – Đạm Cà Mau, thuộc xã Khánh An, huyện U Minh, tỉnh Cà Mau. Từ năm 2011 đến nay, lĩnh vực kinh doanh chính của PVCFC là sản xuất, kinh doanh và xuất nhập khẩu phân bón, hóa chất dầu khí.

Sản phẩm chủ lực Đạm Cà Mau hạt đục được sản xuất đầu tiên và duy nhất tại Việt Nam tính tới thời điểm này. Đạm Cà Mau – Hạt ngọc mùa vàng mang nhiều tính năng vượt trội đáp ứng nhu cầu, lợi ích của khách hàng, được ưa chuộng sử dụng khắp cả nước sau 5 năm ra mắt.

Sản phẩm Ure hạt đục, chiếm hơn 90% doanh thu hàng năm của Đạm Cà Mau có khả năng phân giải Nito chậm, giúp cây trồng hấp thu dinh dưỡng hiệu quả, làm cho cây xanh bền và tiết kiệm phân bón, cỡ hạt đồng đều, không sạn nên dễ rải và dễ phối trộn.

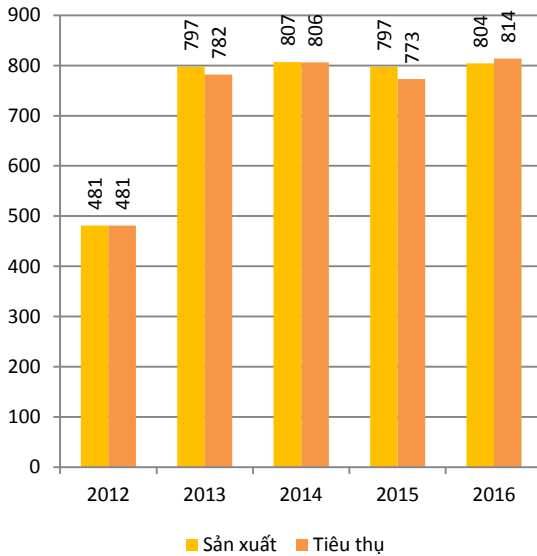
Sản phẩm N.Humate+Te là dòng sản phẩm mới được công ty nghiên cứu, sản xuất trên dây chuyền công nghệ hiện đại giúp giảm thất thoát phân đạm, bổ sung dinh dưỡng cho cây trồng, giúp tăng năng suất, tỷ lệ đậu trái cao, kích thích hệ vi sinh vật phát triển giúp đất trở nên màu mỡ hơn.



Sản phẩm N46.Plus được ra đời năm 2016 giúp tiết kiệm 20-30% lượng phân bón, giúp cây xanh tốt và năng suất vượt trội (tăng 7%), thân thiện với môi trường và dễ phối trộn với các loại phân bón khác.

## Sản lượng Ure sản xuất và tiêu thụ của DCM

(nghìn tấn)



## Hệ thống phân phối

Với năng lực giao hàng tối đa 4,950 tấn/ngày, Nhà máy Đạm Cà Mau đáp ứng được nhu cầu của khách hàng trong mùa vụ cao điểm. Công ty cũng triển khai thiết lập hệ thống kho bãi ở các thị trường và chủ động vận chuyển hàng đến các khu vực, đáp ứng kịp thời nhu cầu tiêu thụ phân bón.

Thị trường mục tiêu chính của PVCFC gồm Tây Nam Bộ, Đông Nam Bộ và Campuchia. Đây là các thị trường có nhiều tiềm năng phát triển do quy mô diện tích trồng trọt của vùng rộng lớn; địa hình chủ yếu là đồng bằng, khí hậu thuận lợi cho canh tác, phát triển nông nghiệp phục vụ nhu cầu trong nước và đặc biệt xuất khẩu những mặt hàng nông sản có giá trị cao; khoảng cách địa lý từ Nhà máy Đạm Cà Mau đến các vùng tiêu thụ trên khá gần so với các thị trường khác. Điểm nổi bật cần lưu ý là nhu cầu urê của 3 thị trường trên có quy mô lớn, sức tiêu thụ ổn định. Những điều này giúp PVCFC phát huy tối đa thế mạnh so với đối thủ, nhất là điều kiện địa lý, giảm thiểu chi phí logistic, duy trì giá bán hợp lý nhằm cạnh tranh vượt trội so với đối thủ trên thị trường.

Thị trường Tây Nam Bộ với 4.1 triệu ha đất trồng lúa được coi là thị trường tiêu thụ phân bón lớn nhất cả nước, nhu cầu urê hàng năm khoảng 700,000 tấn, chiếm 1/3 nhu cầu urê cả nước. Thị phần Đạm Cà Mau tại thị trường này liên tục được cải thiện với thị phần 45% (năm 2013), 55% (2014), 58% (2015), đứng số 1 và đang tiếp tục duy trì vị thế này so với đối thủ cạnh tranh.

Thị trường Đông Nam Bộ chủ yếu tập trung sản xuất, trồng trọt các loại cây công nghiệp như cà phê, cao su, hồ tiêu, điều là mặt hàng xuất khẩu chủ lực nên nhu cầu tiêu thụ urê lớn, với mức tiêu thụ hàng năm khoảng 400.000 - 420.000 tấn, chiếm 25% nhu cầu urê cả nước. Tại thị trường này, dù gặp nhiều khó khăn trong việc cạnh tranh so với sản phẩm khác nhưng thị phần Đạm Cà Mau cũng được cải thiện hàng năm với thị phần 19% (2013), 25% (2014), 22% (2015), và hiện đứng thứ hai, sau thị phần của Đạm Phú Mỹ.

Thị trường Campuchia nằm tiếp giáp với khu vực ĐBSCL và có tập quán canh tác chủ yếu sử dụng urê hạt đục (tỷ lệ đạt 95%) là thị trường quan trọng của PVCFC với nhu cầu tiêu thụ urê khoảng 250,000-280,000 tấn/năm. Việc tiêu thụ Đạm Cà Mau được triển khai thông qua hình thức xuất khẩu trực tiếp cho các đại lý. Thị phần Đạm Cà Mau tại thị trường Campuchia hiện là lớn nhất. Với chính sách ưu



tiên phát triển nông nghiệp, dự báo nhu cầu tiêu thụ urê của nước này trong vòng 5 năm tới sẽ tăng mạnh đạt khoảng 400,000-450,000 tấn/năm do diện tích đất trồng trọt được mở rộng; số vụ canh tác tăng lên và tiếp thu kỹ thuật bón phân của nông dân làm cho việc sử dụng phân bón nhiều hơn so với giai đoạn trước đó. Thị phần của Đạm Cà Mau tại thị trường này cũng liên tục gia tăng trong các năm trở lại đây với 30% (2013), 35% (2014) và 36% (2015).

Trong giai đoạn 2012-2016, sản lượng Đạm Cà Mau liên tục gia tăng thể hiện bước tiến vượt bậc của PVCFC trong việc cải thiện vị thế trong ngành, theo đó, năm 2012, tổng khối lượng tiêu thụ đạt 444,000 tấn; năm 2013 đạt 747,000 tấn và năm 2014 đạt 806,000 tấn, năm 2015 là 773,440 tấn & năm 2016 là 813,760 tấn..

### ***Nguồn nguyên liệu***

Nguồn nguyên liệu chính là khí tự nhiên mua của Lô PM3 CAA và Lô 46 – Cái Nước từ Tập đoàn Dầu khí trong vòng 20 năm kể từ ngày vận hành chính thức, với sản lượng 457.38 triệu m<sup>3</sup> khí tiêu chuẩn mỗi năm.

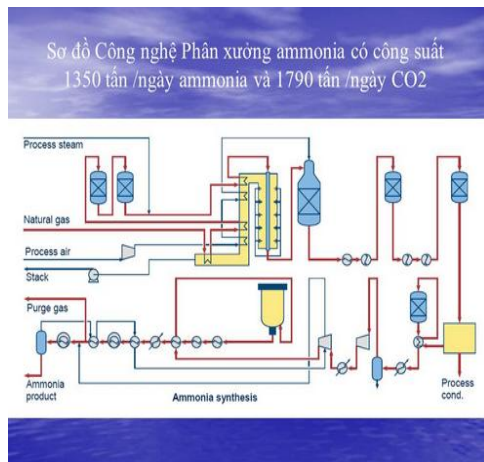
Dự án đường ống dẫn khí PM3-Cà Mau là một phần của dự án cụm Khí – Điện – Đạm Cà Mau cung cấp khí thiên nhiên làm nhiên liệu cho Nhà máy Điện và Nhà máy Đạm Cà Mau. Đường ống dẫn khí bắt nguồn từ giàn Bunga Raya (BR-B) tại lô PM3 trong vùng thoả thuận thương mại giữa Việt Nam và Malaysia (CAA) thuộc vùng chống lãn biển giữa Việt Nam và Malaysia ở Vịnh Thái Lan với trữ lượng có thể được khai thác thương mại và quyền mua khí được chia đều 50:50 cho nước chủ nhà Việt Nam và Malaysia. Lượng khí bao tiêu cho mỗi năm Hợp đồng là 1,29 tỷ Sm<sup>3</sup> đến năm 2023 và có thể gia hạn cho giai đoạn tiếp theo theo sự thống nhất của hai nước Việt Nam và Malaysia.

Dự án Lô 46 - Cái Nước thuộc phần biển ngoài khơi Việt Nam nhưng được chứng minh về mặt địa chất là một phần của mỏ Đông Bunga Kekwa (chiếm khoảng 25% trữ lượng khí của mỏ này) và PVN/PV GAS được quyền mua 100% sản lượng khí của Lô 46 - Cái Nước. Lượng khí bao tiêu cho mỗi năm Hợp đồng là 206 triệu Sm<sup>3</sup> đến năm 2023 và có thể gia hạn cho giai đoạn tiếp theo theo sự thống nhất của hai nước Việt Nam và Malaysia.

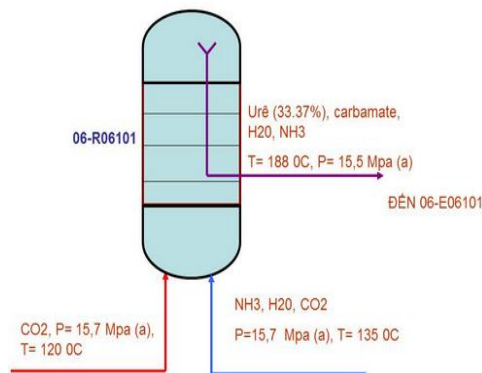
Mức giá khí hợp đồng là giá khí để đảm bảo hiệu quả sản xuất kinh doanh phân bón của Công ty với mức tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân 12%/năm. Giá khí hợp đồng tạm tính để phát hành hóa đơn và thực hiện thanh toán hàng tháng, và trong năm 2017, mức giá tạm tính Công ty phải trả cho Tập đoàn là 1.52USD/mmBTU. Mức giá khí tạm tính này sẽ được Tập đoàn xem xét điều chỉnh chính thức khi có biến động ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của

công ty để đảm bảo tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân là 12%/năm.

## Sơ đồ công nghệ bản quyền tổng hợp amoniac



## Công nghệ bản quyền sơ đồ tháp tổng hợp URÊ



## Nhà máy Đạm Cà Mau và công nghệ

Nhà máy Đạm Cà Mau của PVCFC được đầu tư với tổng kinh phí ban đầu hơn 900 triệu USD và công suất hơn 800,000 tấn sản phẩm/năm. Công nghệ được áp dụng cho Nhà máy đều là các công nghệ tiên tiến và hiện đại nhất hiện nay. Hầu hết các thiết bị chính, quan trọng đều có xuất xứ từ EU/G7. Các tiêu chuẩn áp dụng cho Nhà máy là các tiêu chuẩn Quốc tế (ASME, API, JIS...) và các tiêu chuẩn bắt buộc về môi trường và an toàn phòng cháy chữa cháy (PCCC) của Việt Nam. Dựa vào sơ đồ, Nhà máy có 03 công đoạn sản xuất chính nằm ở: Xưởng Amonia; Xưởng Urê; Tạo hạt. Theo đó, ứng dụng công nghệ tại mỗi công đoạn cụ thể như sau:

- **CÔNG NGHỆ XƯỞNG AMMONIA:** Xưởng Ammonia có công suất 1,350 tấn/ngày Ammonia và 1,790 tấn/ngày CO2 được áp dụng công nghệ của 02 nhà bản quyền là Haldor Topsoe SA – Đan Mạch và BASF. Bản quyền công nghệ Haldor Topsoe SA được đánh giá cao trên toàn thế giới là công nghệ tiêu hao năng lượng thấp, hiệu suất cao.

- **CÔNG NGHỆ XƯỞNG URÊ:** Xưởng Urê có công suất 2,385 tấn/ngày được áp dụng công nghệ tổng hợp Urê của Snamprogetti sử dụng NH3 tự phân tách trên cơ sở quá trình bay hơi tái sinh tuần hoàn toàn bộ, với công suất trung bình vượt thiết kế 103%. Công nghệ này thường xuyên được cập nhật để nâng cao tính tự động hóa và độ an toàn trong công nghệ cao áp và môi trường dễ cháy nổ. Bên cạnh đó, công nghệ hiện đang sử dụng tại xưởng Ure đều thực hiện theo nguyên lý "total recycle" – thu hồi triệt để các nguyên liệu phản ứng, nồng độ khí thải rất thấp, thân thiện với môi trường.

- **CÔNG NGHỆ TẠO HẠT:** Công nghệ vê viên tạo hạt được áp dụng của hãng Toyo Engineering Corp. – Nhật Bản (TEC). TEC sở hữu công nghệ tạo hạt có tên gọi là "Spout-Fluid Bed Granulation" được phát triển và vận hành thành công xưởng tạo hạt đạm với công suất cao 3,250 tấn/ngày. Thiết bị lọc bụi theo công nghệ của TEC sẽ thu hồi bụi tốt hơn và giảm giá thành lắp đặt. Bụi đạm có trong không khí thải hầu như không có.

## Rủi ro

Cũng như các Công ty khác trong ngành, Đạm Cà Mau phải đối mặt với các rủi ro như: rủi ro cung cầu, rủi ro cạnh tranh, rủi ro phát triển sản phẩm mới, rủi ro trong vận hành sản xuất, rủi ro môi trường, rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá. Cụ thể:

- **Rủi ro đặc thù:** Do hoạt động trong ngành SXKD phân bón nên PVCFC chịu sự ảnh hưởng lớn từ thị trường phân bón thế giới và trong nước. Giá phân bón trong nước sẽ biến động theo giá phân bón trên thế giới thế giới và có thể giảm trong tương lai do sự gia tăng mạnh nguồn cung phân bón trên thế giới cũng như đây

mạnh sản xuất phân bón trong nước.

- **Giá nguyên liệu đầu vào tăng** và áp lực cạnh tranh với phân bón nhập khẩu, mà đặc biệt là urê giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc là những thách thức rất lớn cho các doanh nghiệp trong ngành nói chung và PVCFC nói riêng. Ngoài ra, các doanh nghiệp kinh doanh phân bón còn phải đối mặt với tình trạng phân bón giả, kém chất lượng với giá thành rẻ hơn, và những quy định về điều kiện sản xuất, kinh doanh, xuất nhập khẩu phân bón khắt khe hơn thông qua Nghị định 202/2013/NĐ-CP. Như vậy, các doanh nghiệp phân bón một mặt sẽ phải cạnh tranh gay gắt với các doanh nghiệp trong thị trường nội địa, mặt khác phải cạnh tranh với các thị trường xuất khẩu phân bón với giá thành rẻ hơn trên thế giới.

- **Rủi ro tỷ giá:** Rủi ro tỷ giá hối đoái chủ yếu liên quan đến các khoản vay đầu tư và giá khí đầu vào được thanh toán bằng ngoại tệ (USD) có thể gây ảnh hưởng đến dòng tiền của đơn vị.

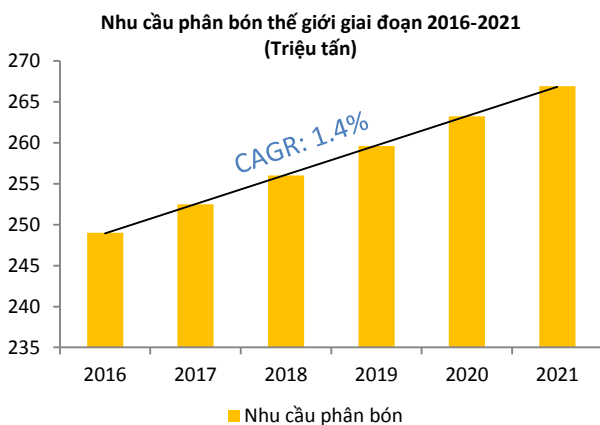
- **Rủi ro lãi suất:** Rủi ro thay đổi lãi suất của Công ty chủ yếu liên quan đến nợ và lãi vay thả nổi của các khoản vay đầu tư. Hiện tại các khoản vay này có lãi suất thả nổi LIBOR cộng 2.5% - 2.6%/năm được điều chỉnh theo kỳ trả nợ 3 tháng và 6 tháng

## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG PHÂN BÓN URÊ

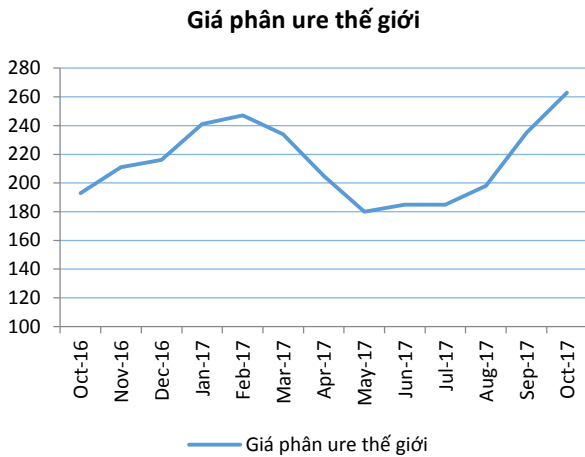
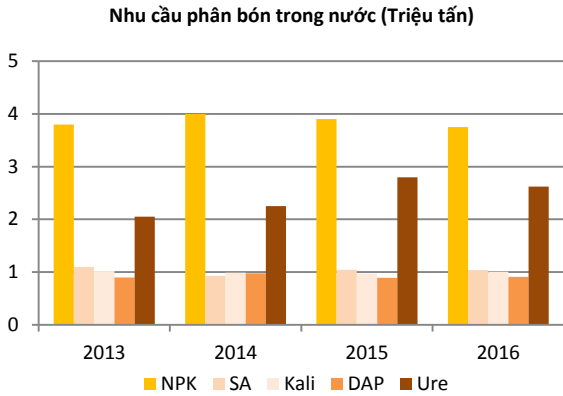
### Xu hướng cung cầu urê thế giới

Phân bón là loại sản phẩm đặc thù, không có sản phẩm thay thế và đóng vai trò tối quan trọng trong an ninh lương thực toàn cầu. Nhu cầu tiêu thụ urê thuộc về các khu vực sản xuất trồng trọt chính của thế giới như Bắc Mỹ, Mỹ La Tinh, Châu Âu, đặc biệt là Châu Á. Riêng Châu Á chiếm 67% nhu cầu của cả thế giới. Xếp thứ 2 là khu vực Bắc Mỹ với 10% nhu cầu thế giới với mức urê khoảng 16-17 triệu tấn/năm. Mỹ La Tinh là thị trường tiêu thụ thứ 3 đạt khoảng 7% nhu cầu thế giới. Tại Châu Á, Trung Quốc vẫn là quốc gia tiêu thụ hàng đầu với xấp xỉ 60 triệu tấn vào 2015, và dự kiến đạt 63.7 triệu tấn vào năm 2020. Tiếp theo đó là Ấn Độ với mức tiêu thụ ổn định trong giai đoạn 2013-2015 là 32-33 triệu tấn/năm nhưng sẽ tăng lên khoảng 35.4 triệu tấn vào năm 2020. Các nước như Indonesia, Pakistan tiêu thụ ổn định khoảng 6-6.5 triệu tấn/năm trong giai đoạn 2013-2015 nhưng dự báo sẽ tăng nhẹ lên mức 7 triệu tấn vào năm 2020. Thái Lan tiêu thụ ổn định 2.5 triệu tấn/năm.

Theo báo cáo của IFA, nguồn cung của phân Urê tiếp tục tăng đến năm 2017 đạt mức 199 triệu tấn. Sự tăng trưởng trong nguồn cung phân Urê này chủ yếu xuất

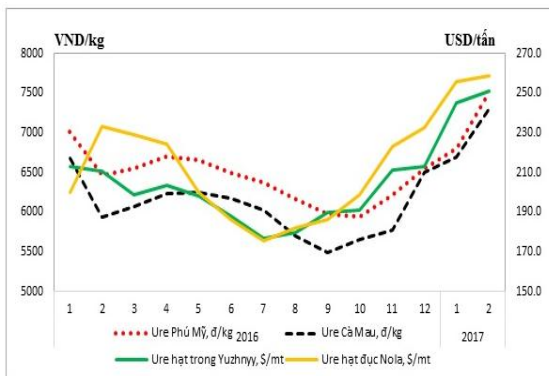


## Nhu cầu phân bón trong nước



Nguồn: IndexMundi

## Giá Ure trong nước



Nguồn: PVFCCo

phát từ các quốc gia Đông Á, Đông Nam Á, Bắc Mỹ và Mỹ Latin. Trước mắt trong ngắn hạn, thị trường Ure thế giới sẽ đối mặt với tình trạng cung vượt cầu nhẹ, tuy nhiên, điều này cũng chưa phản ánh hết thực tế việc công suất sản xuất hiện tại lớn hơn nhiều so với sản lượng được điều chỉnh. Sự tăng trưởng này chủ yếu đến từ việc mở rộng các nhà máy hiện tại cũng như các nhà máy mới được đưa vào hoạt động trong giai đoạn 2013 – 2020, khiến tăng công suất thêm 32 triệu tấn.

## Về triển vọng xuất khẩu

Các nước ở Trung Đông chiếm vị trí xuất khẩu hàng đầu thế giới với lượng xuất khẩu ổn định hàng năm đạt xấp xỉ 18 triệu tấn trong cả giai đoạn từ 2013-2020. Các nước khối Liên Xô cũ có xu hướng giảm XK từ mức 9 triệu tấn năm 2013 xuống còn 7.2 triệu tấn vào năm 2015 và duy trì ở mức 8 triệu tấn vào 2020. Khu vực Châu Phi đang nổi bật so với các khu vực khác với mức xuất khẩu tăng từ 3.9 triệu tấn trong năm 2013 lên mức 8 triệu tấn vào 2014; 8.5 triệu tấn vào năm 2015 và đạt mức tối đa 11 triệu tấn vào năm 2020. Châu Á thuộc nhóm khu vực xuất khẩu thứ 4 với mức tỷ lệ giảm dần từ 7.5 triệu tấn vào năm 2013 xuống còn 5.9 triệu tấn vào năm 2015 và dự báo đến 2020 còn 5.5 triệu tấn. Tại Châu Á, Trung Quốc tạm thời vẫn là cường quốc xuất khẩu nhưng tốc độ sẽ giảm mạnh: năm 2013 xuất 8 triệu tấn; năm 2014 xuất 3.2 triệu tấn, năm 2015 xuất 2.5 triệu tấn và đến 2020 hầu như không xuất khẩu. Ba nước trong khối Đông Nam Á là Indonesia, Malaysia, Việt Nam sẽ cạnh tranh xuất khẩu.

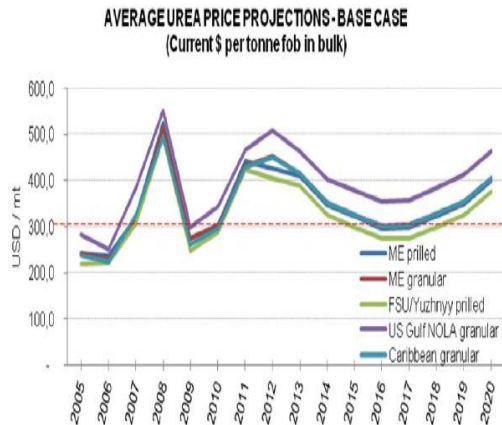
## Nhu cầu tiêu thụ trong nước

Trong nước ta, tổng nhu cầu phân bón các loại vào khoảng 11 triệu tấn, trong đó bao gồm khoảng 900 nghìn tấn DAP, 4 triệu tấn NPK, 1.8 triệu tấn phân lân, 900 nghìn tấn SA, gần 1 triệu tấn kali và hơn 2.2 triệu tấn Ure. Nếu tính tổng thể, sản xuất trong nước hiện nay mới chỉ đáp ứng khoảng 80% nhu cầu phân bón các loại.

Nói riêng về phân đạm, nhu cầu phân đạm hàng năm của Việt Nam khoảng 2.2 triệu tấn. Trước đây phải nhập khẩu hoàn toàn. Đến nay, hiện có 4 nhà máy sản xuất phân đạm với tổng công suất tương đương 2.6 triệu tấn/năm bao gồm: nhà máy đạm Hà Bắc thuộc tỉnh Bắc Giang, công suất 500,000 tấn/năm; nhà máy đạm Phú Mỹ tại Khu công nghiệp Phú Mỹ tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu công suất 800,000 tấn/năm; nhà máy đạm Ninh Bình có công suất 550,000 tấn/năm và Đạm Cà Mau với công suất 800,000 tấn/năm.

## Tình hình biến động giá Ure và triển vọng năm 2018

## Dự báo giá Urê



Nguồn: PSI tổng hợp

Từ năm 2012, giá Urê thế giới có xu hướng giảm do nguồn cung dồi dào. Giá phân bón Urê trong nước cũng chịu sự ảnh hưởng và giảm theo.

Sau khi chạm đáy nhiều năm vào 30/7/2016, giá Urê đang có bước phục hồi mạnh mẽ. Kể từ thời cách đây 1 năm, vào 10/2016, giá hàng hóa này đã tăng hơn 36%.

Nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng này được cho là do các nhà máy sản xuất Urê của Trung Quốc phải cắt giảm sản lượng và chỉ hoạt động với trung bình 50% công suất, hoặc đóng cửa do tình trạng ô nhiễm môi trường ngày càng tăng cao. Điều này đã đưa sản lượng không đủ đáp ứng nhu cầu nội địa, đồng thời khiến cho lượng hàng xuất khẩu của quốc gia sản xuất phân bón lớn nhất thế giới bị giới hạn, đẩy giá mặt hàng này tăng đột biến.

Thời điểm 31/10/2016 giá Urê thế giới dao động ở quanh mức 190 USD/tấn FOB (Free On Board) nhưng hiện tại giá hàng hóa này lên tới 263 USD/tấn FOB, tức đạt mức tăng 36%.

Tại thị trường Trung Quốc, so với thời điểm ngày 16/11/2016, giá Urea đã tăng hơn 17%. Và đà tăng vẫn đang tiếp diễn do áp lực về thiếu nguồn cung nên chưa có tín hiệu được cải thiện.

Trong nước, giá đạm Urê Cà Mau vào tháng 4/2017 cũng chỉ quanh mức 6,200 – 6,400 đồng/kg. Nhưng vào thời điểm cuối tháng 9/2017, tại chợ Trần Xuân Soạn, Tp. Hồ Chí Minh giá Urê Cà Mau đang bán ở mức 7,000 -7,200 đồng/kg.

Chúng tôi cho rằng ngành phân bón có thể đã chạm đáy trong giai đoạn 2015-2016 khi giá phân bón giảm và tình trạng cạnh tranh khốc liệt. Triển vọng năm 2018 của ngành có nhiều điểm sáng sủa, lạc quan hơn khi có những yếu tố tác động tích cực:

- **Nhu cầu tiêu thụ phân bón tăng trở lại nhờ tình hình thời tiết thuận lợi hơn.** Với việc El Nino chấm dứt, lượng mưa có khả năng tăng lên, hạn hán suy giảm và tình trạng xâm nhập mặn tại khu vực canh tác chính miền Nam cải thiện sẽ giúp ngành nông nghiệp chuyển biến tích cực, dẫn đến nhu cầu phân bón hồi phục từ mức đáy năm 2016. Bên cạnh đó, La Nina tiếp tục duy trì được kỳ vọng sẽ mang lại mưa nhiều rửa trôi đất, làm tăng nhu cầu tiêu thụ sản phẩm phân bón.
- **Giá phân bón có thể tăng nhẹ do chịu ảnh hưởng tăng của giá nhiên liệu, năng lượng và giá phân bón thế giới.** Theo Index Mundi, Giá ure trên thị trường thế giới đã tăng mạnh trong những tháng cuối năm 2017. Đà tăng của giá ure thế giới vẫn tiếp tục được duy trì và giúp giá ure nội địa tăng lên, tuy nhiên sẽ có một độ trễ nhất định trước khi phản ánh vào giá bán ure tại thị

trường Việt Nam. Bên cạnh đó, giá các mặt hàng nông sản kỳ vọng tăng nhìn chung sẽ dẫn đến sự phục hồi của nhu cầu và giá phân bón.

- **Các chính sách có lợi cho ngành phân bón được ban hành:** chính sách đưa phân bón từ mặt hàng không chịu thuế VAT sang chịu thuế 0% có thể giúp doanh nghiệp tiết kiệm đến 2,500 tỷ đồng chi phí mỗi năm (theo Bộ Công thương), tạo sức cạnh tranh về giá với hàng nhập khẩu. Ngoài ra, Chính phủ đặt mục tiêu thắt chặt quản lý nhằm hạn chế nạn phân bón giả và nhập lậu trong năm 2017 sẽ góp phần tạo môi trường phát triển tốt cho doanh nghiệp.

## KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### Kết quả kinh doanh:

#### **Doanh thu và lợi nhuận**

Năm 2012 là năm đầu tiên nhà máy Đạm Cà Mau cho ra mắt sản phẩm mang thương hiệu “Đạm Cà Mau – Hạt Ngọc mùa vàng”, đạt 500,000 tấn sau 10 tháng đi vào hoạt động.

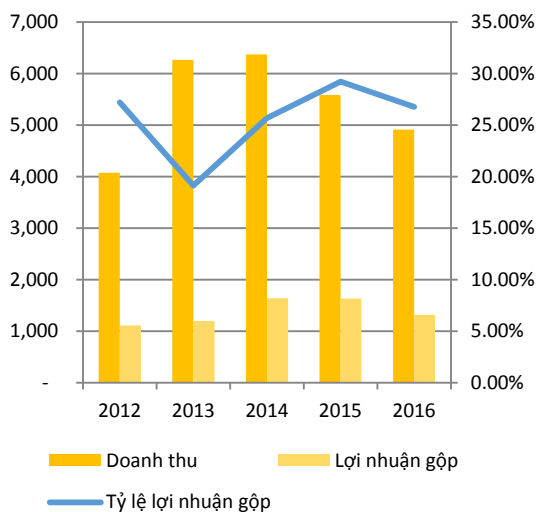
Kết quả kinh doanh của Đạm Cà Mau phụ thuộc vào giá Ure trên thị trường. Từ năm 2014 đến nay giá phân Ure thế giới liên tục giảm khiến cho giá bán và doanh thu của Đạm Cà Mau cũng như các doanh nghiệp phân bón khác giảm sâu. Doanh thu năm 2014 là 6,444 tỷ đồng, giảm xuống còn 5,669 tỷ đồng năm 2015 và 4,972 tỷ đồng năm 2016. Tuy nhiên giá vốn hàng bán cũng giảm mạnh do giá dầu thế giới giảm, ngoài ra Đạm Cà Mau cũng được hỗ trợ giá từ PVN nên lợi nhuận gộp nhìn chung không biến động mạnh. Doanh thu chủ yếu đến từ việc kinh doanh Ure trong nước, chiếm gần 90% cơ cấu doanh thu của Đạm Cà Mau hàng năm. Doanh thu đến từ kinh doanh Amoniac duy trì ở mức 109 tỷ đồng năm 2014 và 92 tỷ đồng năm 2016. Ngoài ra, Đạm Cà Mau đang đẩy mạnh việc chiếm thị phần xuất khẩu Ure sang thị trường Campuchia, với doanh thu tăng từ 263 tỷ đồng năm 2015 lên 411 tỷ đồng năm 2016, chiếm 38% thị phần cung cấp Ure ở Campuchia.

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh đạt mức cao nhất trong 3 năm gần đây vào năm 2015, đạt 712 tỷ đồng. Lý do Đạm Cà Mau vẫn chưa có được lợi nhuận cao do mới đi vào hoạt động được 5 năm, chi phí khấu hao còn lớn, ngoài ra còn đến từ việc vẫn phải trả lãi vay hàng năm. Công ty vẫn đang được hưởng chính sách ưu đãi về thuế với mức ưu đãi 10% trong vòng 15 năm và miễn thuế 4 năm kể từ khi Công ty có thu nhập chịu thuế (2012), giảm 50% thuế phải nộp trong 4 năm tiếp theo. Năm 2016 là năm đầu tiên DCM được hưởng ưu đãi giảm 50% thuế.

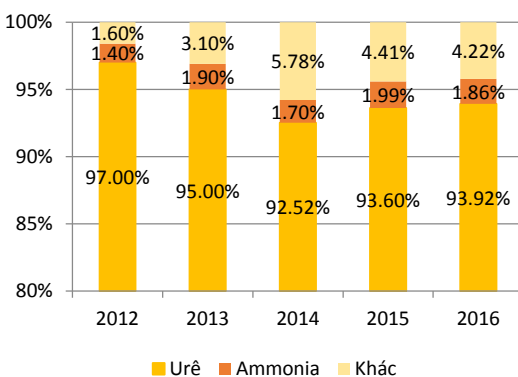
#### **Doanh thu và lợi nhuận: (tỷ đồng)**

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016
----------	------	------	------	------

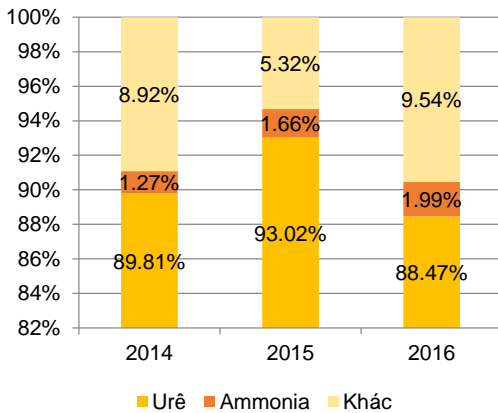
#### **Doanh thu và lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)**



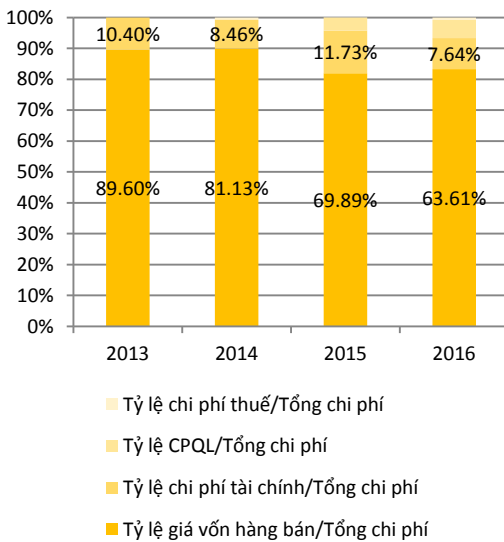
#### **Cơ cấu doanh thu thuần DCM**



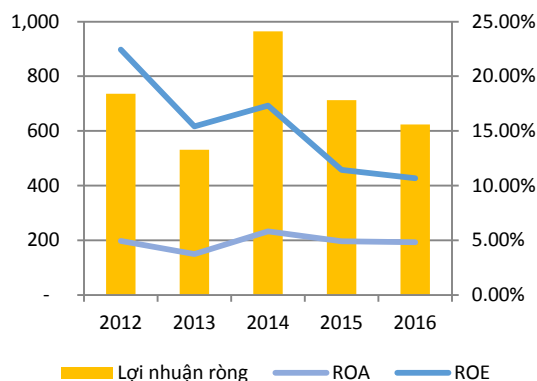
### Cơ cấu giá vốn hàng bán DCM



### Cơ cấu chi phí



### Lợi nhuận ròng, ROA, ROE (Đơn vị: Tỷ đồng)



<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6,263</b>	<b>6,044</b>	<b>5,582</b>	<b>4,910</b>
Tăng trưởng	-	-3.50%	-7.64%	-12.04%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,197</b>	<b>1,457</b>	<b>1,631</b>	<b>1,314</b>
Tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu	19.11%	24.11%	29.22%	26.76%
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>495</b>	<b>798</b>	<b>712</b>	<b>632</b>
Tỷ lệ lợi nhuận thuần HĐKD/DT	7.90%	13.20%	12.76%	12.87%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>532</b>	<b>856</b>	<b>714</b>	<b>658</b>
Tỷ lệ LNTT/Doanh thu	8.49%	14.16%	12.79%	13.40%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>531</b>	<b>820</b>	<b>712</b>	<b>624</b>
Tỷ lệ LNST/Doanh thu	8.43%	13.53%	12.68%	12.71%
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>528</b>	<b>818</b>	<b>708</b>	<b>624</b>

### Chi phí

Chi phí giá vốn hàng bán những năm gần đây đều chiếm tỷ lệ cao 70-80% trong 4 năm qua và duy trì ổn định. Trong cơ cấu chi phí, tỷ trọng lớn thuộc về chi phí khấu hao tài sản cố định khi chiếm 36% trong tổng số 3,595 tỷ đồng chi phí giá vốn hàng bán năm 2016. Giá vốn kinh doanh ure chiếm tỷ trọng lớn nhất, lên đến 3,180 tỷ đồng năm 2016, giảm từ mức 3,674 tỷ đồng năm 2015. Ngoài ra phải kể đến chi phí quản lý nhân công, đạt mức 414 tỷ đồng và chi phí mua ngoài, đạt mức 290 tỷ đồng năm 2016.

Chi phí tài chính cũng là khoản chi phí lớn hàng năm chiếm tỷ lệ cao. Chi phí này đạt mức 432 tỷ đồng năm 2016, giảm từ mức 663 tỷ đồng năm 2015, đạt tương ứng 8.7% và 11.9% cơ cấu doanh thu. Trong đó, hầu hết đến từ lãi tiền vay và lỗ do chênh lệch trong tỷ giá. Chính chi phí lỗ do tỷ giá, đạt mức 211 tỷ năm 2016 và 411 tỷ đồng năm 2015, làm cho hiệu quả hoạt động của công ty bị ảnh hưởng nhiều.

Chi phí quản lý doanh nghiệp đang được duy trì ở mức 3.6-5% doanh thu hàng năm với giá trị dao động từ 205 tỷ đồng đến 254 tỷ đồng.

### Cơ cấu chi phí

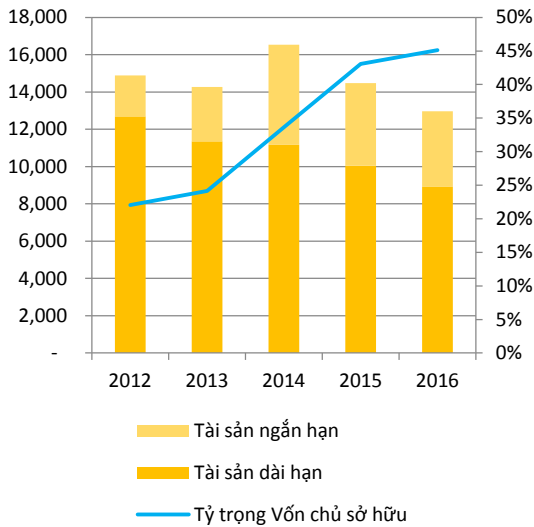
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6,263</b>	<b>6,044</b>	<b>5,582</b>	<b>4,910</b>
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>5,065</b>	<b>4,586</b>	<b>3,951</b>	<b>3,596</b>
Tỷ lệ giá vốn hàng bán/Doanh thu	80.9%	75.9%	70.8%	73.2%
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>588</b>	<b>478</b>	<b>663</b>	<b>432</b>
Trong đó: Chi phí lãi vay	437	327	232	206
Tỷ lệ chi phí tài chính/Doanh thu	9.4%	7.9%	11.9%	8.8%
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	-	-	<b>205</b>	<b>254</b>
Tỷ lệ CPQL/Doanh thu	0%	0%	3.7%	5.2%
<b>Chi phí thuế TNDN hiện hành</b>	<b>0</b>	<b>35</b>	<b>2</b>	<b>34</b>
Tỷ lệ chi phí thuế TNDN/Doanh thu	0%	0.6%	0%	0.7%

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán, Báo cáo thường niên của DCM

## Tình hình tài chính

### Tài sản

#### Tài sản và nguồn vốn (Đơn vị: Tỷ đồng)



Tổng tài sản của công ty đang có xu hướng giảm dần qua các năm, chủ yếu do tài sản cố định được khấu hao với giá trị hàng năm khoảng 1,200 tỷ đồng.

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn tiếp tục ổn định. Tài sản ngắn hạn có sự giảm nhẹ từ 4,431 tỷ đồng năm 2015 xuống 4,034 tỷ đồng năm 2016, phần lớn đến từ việc Công ty giảm các khoản tiền gửi có kỳ hạn ở ngân hàng, từ 1,032 tỷ đồng xuống 332 tỷ đồng năm 2016. Ngoài ra, trong năm 2016 Công ty có khoản phải thu từ tập đoàn Dầu khí trị giá 393 tỷ đồng, được xác định và điều chỉnh theo giá khí tạm quyết toán năm 2016 là 1.959 USD/mmBTU theo quyết định của Tổng giám đốc tập đoàn Dầu khí Việt Nam.

Tài sản dài hạn giảm gần 1,100 tỷ so với năm 2015, chiếm tỷ trọng lớn trong đó là do khấu hao trong năm đạt mức hơn 1,200 tỷ đồng.

### Nguồn vốn

Cơ cấu nguồn vốn nghiêng về Nợ phải trả, trong đó nợ dài hạn chiếm tỷ trọng lớn. Mặc dù vậy cùng với việc trả nợ gốc trong kỳ, lợi nhuận tăng lên đang làm cho tỷ lệ vốn nợ và vốn chủ sở hữu dần cân bằng hơn.

Nợ phải trả ngắn hạn không có nhiều biến động, tuy nhiên nợ dài hạn giảm dần qua từng năm do công ty bắt đầu trả những khoản vay kỳ hạn trên 2 năm, khiến nợ dài hạn giảm mạnh 1,215 tỷ đồng xuống còn 4,538 tỷ đồng năm 2016.

Trong cơ cấu nợ dài hạn, Công ty có 2 khoản vay đều trị giá 220 triệu USD từ nhóm ngân hàng BNP Paribas, Ngân hàng xuất nhập khẩu Trung Quốc và Ngân hàng Credit Agricole với bên vay là tập đoàn Dầu khí, ký năm 2011, thời hạn vay 120 tháng và khoản vay từ Vietinbank năm 2009, bên vay là tập đoàn Dầu khí. Mục đích cả 2 khoản vay đều là để thanh toán chi phí đầu tư cho dự án Đạm Cà Mau. Tính tới thời điểm tháng 6/2017, giá trị khoản vay còn lại của Đạm Cà Mau khoảng 231 triệu USD, trong đó từ nhóm ngân hàng BNP Paribas đạt 3,246 tỷ đồng, giá trị khoản vay từ Vietinbank là 1,689 tỷ đồng.

Phần vốn chủ sở hữu không có biến động mạnh và vẫn duy trì quanh mức 6,000 tỷ đồng qua các năm, năm 2016 giảm 383 tỷ so với năm 2015.

### Lưu chuyển dòng tiền

Lưu chuyển dòng tiền thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh luôn ở mức dương lớn, đây là điểm mạnh của DCM và các doanh nghiệp phân bón khác, phản ánh chất lượng của lợi nhuận và đảm bảo dòng tiền cho hoạt động của công ty. Năm 2015 công ty vẫn tiếp tục kiểm soát tốt dòng tiền từ hoạt động kinh doanh với 321 tỷ



đồng, sang năm 2016, con số này tăng lên 1,086 tỷ đồng. Dòng tiền lớn từ hoạt động sản xuất kinh doanh thuần giúp công ty hàng năm thanh toán được khoản nợ vay những năm qua và thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt ổn định cho cổ đông những năm tới. Dòng tiền từ hoạt động tài chính âm khi công ty vẫn đang phải trả lãi vay hàng năm và vẫn duy trì chính sách trả cổ tức đều đặn cho cổ đông, một chính sách cho thấy khả năng tài chính tốt của Đạm Cà Mau.

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016
Lợi nhuận sau thuế	529	819	708	624
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	1,792	4,270	321	1,374
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	85	-3,035	470	394
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	-1,333	-1,635	-1,640	-1,882
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,353	1,952	1,215	1,100

*Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán, Báo cáo thường niên của DCM*

## ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Chúng tôi thực hiện định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh.

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền - FCFE

Chúng tôi thực hiện xây dựng giả định kế hoạch kinh doanh của công ty trong 5 năm tới trên cơ sở những thông tin hiện tại về năng lực sản xuất kinh doanh của công ty và những thông tin thị trường mà chúng tôi có được, cụ thể:

- Sản lượng phân bón sản xuất và kinh doanh hàng năm của công ty dao động và đạt mức 830,000 tấn một năm đến năm 2021.
- Hoạt động của công ty vẫn đảm bảo sự ổn định về nguồn nhiên liệu khí được cung cấp.
- Giá bán đầu ra của công ty vẫn được thực hiện ổn định theo cơ chế hiện tại sau năm 2018, có tính đến các chi phí khấu hao giảm mạnh cũng như khoản vốn vay đầu tư bằng ngoại tệ đã được trả xong. Điều này đảm bảo cho công ty một tỷ lệ lợi nhuận gộp ổn định hàng năm.
- Công ty vẫn kiểm soát tốt tình hình phải thu, phải trả như hiện tại.

**Kết quả là giá trị cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE là: 21,100/cổ phần.**

Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu (đồng)	11,170,444,000,000
Khối lượng CP đang lưu hành (cổ phần)	529,400,000
<b>Giá trị cổ phần (đồng)</b>	<b>21,100</b>

- **Phương pháp so sánh**

Chúng tôi thực hiện tính toán PE, PB trung bình theo cách tập hợp PE, PB những công ty trong ngành phân bón, gồm BFC, DPM, LAS, NFC, VAF

Giá trị cổ phiếu của DCM theo phương pháp so sánh lần lượt là:

**Phương pháp P/E:**

Chỉ tiêu	Giá trị	Đơn vị
<b>P/E ngành</b>	<b>8.48</b>	
<b>Thu nhập ròng</b>	<b>680.00</b>	(tỷ VND)
<b>Tổng số cổ phần</b>	<b>529,400,000</b>	(CP)
<b>EPS =</b>	<b>1,284</b>	
<b>Price= EPS * P/E</b>	<b>10,892</b>	(VND)

**Phương pháp P/B:**

Chỉ tiêu	Giá trị	Đơn vị
<b>P/B =</b>	<b>1.10</b>	
<i>Giá trị sổ sách =</i>	<b>6,530</b>	(tỷ VND)
<i>Tổng số cổ phần hiện hữu =</i>	<b>529,400,000</b>	( CP)
<i>Giá trị sổ sách trên từng cổ phần =</i>	<b>12,335</b>	
<b>Price</b>	<b>13,568</b>	(VND)

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH			LƯU CHUYỂN DÒNG TIỀN			
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
<b>Doanh thu thuần</b>	6,044	5,582	4,910	Lợi nhuận trước thuế	856	714	658
Giá vốn hàng bán	4,586	3,950	3,595	Điều chỉnh:			
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,457</b>	<b>1,631</b>	<b>1,314</b>	Khấu hao tài sản cố định	1,351	1,227	1,292
Doanh thu hoạt động tài chính	180	226	281	Các khoản dự phòng	-13	1	1
Chi phí tài chính	478	663	431	Lãi, lỗ chênh lệch tỷ giá hối đoái	115	301	72
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>327</i>	<i>232</i>	<i>206</i>	Tăng (giảm) hàng tồn kho	210	-192	16
Chi phí bán hàng	169	276	275	Tăng (giảm) các khoản phải thu	41	-14	-422
Chi phí quản lý doanh nghiệp		205	254	Tăng (giảm) các khoản phải trả	113	52	-3
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>799</b>	<b>712</b>	<b>633</b>	Tiền tăng (giảm) từ hoạt động kinh doanh	4,269	321	1,373
Thu nhập khác	60	7	26	Tiền từ hoạt động đầu tư			
Chi phí khác	2	5	0	Tăng (giảm) đầu tư TSCĐ	-88	-157	-172
<b>Lợi nhuận khác</b>	<b>58</b>	<b>2,271</b>	<b>26</b>	Tăng giảm thu chi cho vay, mua công cụ nợ	-3,068	-3,963	-5100
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	0	0	0	Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	121	164	164
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>856</b>	<b>715</b>	<b>659</b>	Tiền tăng (giảm) từ hoạt động đầu tư	-3,035	470	393
Chi phí thuế TNDN hiện hành	35	2	34	Tiền từ hoạt động tài chính			
Chi phí thuế TNDN hoãn lại				Góp vốn, huy động vốn cổ phiếu			
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>820</b>	<b>712</b>	<b>624</b>	Tiền thu từ đi vay	921		
<i>Lợi ích của cổ đông thiểu số</i>	<i>2</i>	<i>4</i>	<i>0</i>	Tiền trả nợ gốc vay	-2,403	-1,263	-1,390
<b>Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ</b>	<b>818</b>	<b>708</b>	<b>624</b>	Tiền trả nợ gốc thuế tài chính			
<b>BẢNG CÂN ĐỐI TÀI SẢN</b>				Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho chủ sở hữu	-453	-390	-634
	2014	2015	2016	Tiền từ hoạt động tài chính	-1,635	-1,640	-1,882
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>5,372</b>	<b>4,431</b>	<b>4,034</b>	Dòng tiền mặt ròng	-401	-848	-115
Tiền và tương đương tiền	1,951	1,215	813	Tiền mặt đầu kỳ	2,352	2,063	1,215
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3,068	2,702	2,300	Tiền mặt cuối kỳ	1,951	1,215	1,100
Các khoản phải thu	88	79	481	<b>HỆ SỐ TÀI CHÍNH</b>			
Hàng tồn kho	230	391	374	<b>Hệ số thanh khoản</b>			
Tài sản ngắn hạn khác	34	42	65	Hệ số thanh toán hiện thời	1.31	1.83	1.59
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>11,171</b>	<b>10,047</b>	<b>8,932</b>	Hệ số thanh toán nhanh	1.25	1.67	1.44
Phải thu dài hạn	0	0	0	<b>Hệ số hoạt động</b>			
Tài sản cố định	11,004	9,848	8,754	Số vòng quay khoản phải thu	72.29	69.92	10.19
Tài sản dài hạn khác	167	103	99	Số vòng quay hàng tồn kho	20.58	10.10	9.61
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>16,543</b>	<b>14,478</b>	<b>12,967</b>	Số vòng quay tổng tài sản	0.39	0.39	0.38
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>10,978</b>	<b>8,245</b>	<b>7,116</b>	<b>Hệ số đòn bẩy</b>			
Nợ ngắn hạn	4,113	2,424	2,535	Hệ số nợ	0.66	0.57	0.55
Nợ dài hạn	6,864	5,821	4,581	Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	1.97	1.32	1.22
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>5,545</b>	<b>6,233</b>	<b>5,850</b>	<b>Hệ số sinh lời</b>			
Vốn đầu tư của CSH	5,545	6,233	5,850	Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	25.68%	29.23%	26.77%
Lãi chưa phân phối	0	0	0	Tỷ suất lợi nhuận k.doanh/Doanh thu	15.72%	12.76%	12.89%
Vốn và quỹ khác	0	0	0	ROA	11.80%	8.39%	6.27%
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>16,543</b>	<b>14,478</b>	<b>12,967</b>	ROE	17.29%	11.36%	10.59%
				<b>Hệ số khác</b>			
				Lợi nhuận ròng/CP (EPS)	2,335	1,338	1,171
				Giá trị sổ sách cổ phần(BPS)	13,507	11,774	11,051
				Cổ tức mỗi cổ phần bằng tiền	1,000	2,000	3,000
				Dividend Yeild	1.64%	3.10%	11.32%

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của DCM

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Hệ thống khuyến nghị của PSI được xây dựng dựa trên mức chênh lệch giữa kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm định giá, có giá trị 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu, tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật hoặc đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

- **MUA:** khi giá thị trường thấp hơn giá định giá 15%
- **GIỮ:** khi giá thị trường nằm trong biên độ giá định giá +/- 15%
- **BÁN:** khi giá thị trường cao hơn giá định giá 15%

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999  
Website: [www.psi.vn](http://www.psi.vn)

## TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2015 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Dầu khí (PSI). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và PSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của các thông tin này. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của PSI. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của PSI.

