

CT TNHH MTV Phân bón Dầu khí Cà Mau

Đạm Cà Mau – Ổn định nhờ “ưu đãi”

Tăng trưởng doanh thu tốt nhưng không đi kèm với tăng trưởng lợi nhuận

Hôm nay ngày 11/12, Công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau đã có phiên chào bán lần đầu thành công ra công chúng (IPO). Theo kế hoạch, Đạm Cà Mau sẽ chào bán gần 129 triệu cổ phiếu tương đương 24,36% vốn điều lệ với giá khởi điểm 12.000 đồng/cp. Kết quả phiên đấu giá đã kết thúc thành công với giá bình quân là 12.251đ cao hơn so với chào bán ban đầu. Dự kiến cuối quý I/2015, cổ phiếu Đạm Cà Mau sẽ được niêm yết trên Sở Giao dịch.

Công ty chào bán cổ phiếu trong bối cảnh thị trường phân bón trong nước đang đối mặt với nhiều khó khăn do tình trạng dư cung từ năm 2013. Trong tình trạng khó khăn chung của ngành, doanh thu của Đạm Cà Mau (DCM) qua các năm đều thể hiện tốc độ tăng trưởng tốt với ưu thế về sản phẩm ure hạt đục. Nhờ vào việc độc quyền sản phẩm phân hạt đục cùng với việc giá thành sản phẩm không chênh lệch nhiều so với các sản phẩm phân hạt trong trên thị trường mà thị phần của DCM tại các thị trường mục tiêu chính như Tây Nam Bộ, Đông Nam Bộ, Campuchia liên tục cải thiện và đạt được những bước tiến bộ vượt bậc. Cụ thể, với ba năm hoạt động, DCM đã tăng ít nhất 15% thị phần tại mỗi thị trường và hiện nay Tây Nam Bộ là thị trường chủ lực của Công ty.

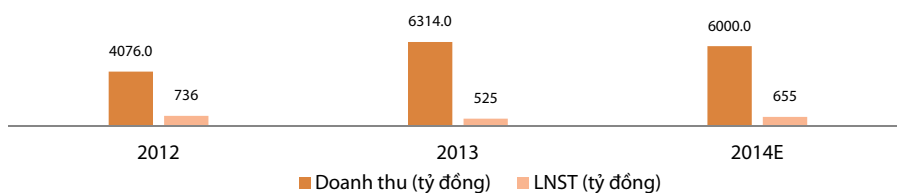
Bảng: Giá phân bón cập nhật đến ngày 10/12/2014

STT	Sản phẩm phân bón	Giá bán (đ/kg)
01	UREA (china) hạt trong	7.400
02	UREA Cà Mau hạt đục	7.650
03	UREA Phú Mỹ hạt trong	7.700

Nguồn: Rong Viet tổng hợp

Sản lượng sản xuất của DCM cũng tăng trưởng tốt kể từ khi chính thức sản xuất và bán ra thị trường từ năm 2012 đến nay. Dự kiến đến hết năm 2014, DCM sẽ đạt được khối lượng tiêu thụ vào khoảng 772.000 tấn tăng 3.3% so với 2013. Nhà máy đạm Cà Mau được thiết kế với tổng công suất thiết kế cung cấp cho thị trường nội địa 800 nghìn tấn sản phẩm phân đạm u-rê dạng viên/năm. Hiện nay Nhà máy Đạm Cà Mau đã đi vào vận hành liên tục, ổn định và đạt công suất tối ưu từ 95-100% và sản xuất đạt 2,3-2,4/nghìn tấn u-rê/ngày.

Hình: DT & LNST của ĐCM 2012-2013 và dự kiến 2014



Nguồn: DCM, Rong Viet tổng hợp

TRUNG LẬP

Giá chào bán (VND)	12.000
Giá đấu thành công (VND)	12.251

Thông tin IPO

Ngành	Phân bón
VĐL (tỷ đồng)	4.120
SLCP bán đấu giá	128.951.300
Giá khởi điểm	12.000
VLĐ sau IPO (tỷ đồng)	5.294

Cơ cấu vốn trước IPO (%)

Tập đoàn dầu khí VN	100%
---------------------	------

Cơ cấu vốn sau IPO (%)

Tập đoàn dầu khí VN	51%
Phần bán đấu giá công khai	24,36%
Phần bán cho NĐT chiến lược	24,36%
Phần ưu đãi CBCNV	0,28%

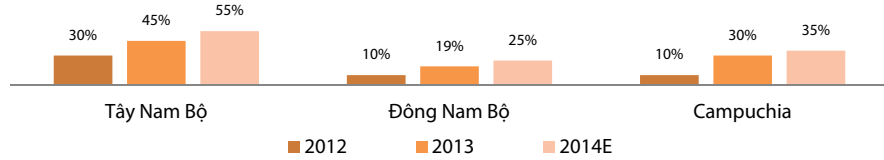
Bành Trần Tường Vân

(084) 08- 6299 2006 – Ext 314
van.btt@vdsc.com.vn

Bùi Thị Tâm

(084) 08- 6299 2006 – Ext 348
tam.bt@vdsc.com.vn

Hình: Biểu đồ thị phần của ĐCM 2012-2013 và dự kiến 2014



Nguồn: DCM, Rong Viet tổng hợp

Trái ngược với tăng trưởng tốt của doanh thu, LNST của công ty lại không thực sự khả quan khi giảm 29% trong năm 2013. LNST của công ty vẫn còn thấp chủ yếu do gánh nặng về chi phí như khấu hao, lãi vay, lỗ chênh lệch tỷ giá. Đặc biệt, chỉ tính riêng nhà máy, DCM đã đầu tư 900, 2 triệu USD trong đó 55, 5% được tài trợ bằng nợ vay. Do đó, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của Công ty khá cao (314%) nếu so sánh với tỷ lệ 13, 4% của DPM. Ngoài ra, chi phí lãi vay của DCM tăng đến ~53% so với 2012 và là gánh nặng lớn đối với DCM.

Lợi thế cạnh tranh và định hướng khắc phục khó khăn trong tương lai

Chiếm lĩnh thị trường tốt mặc dù mới đi vào hoạt động vài năm trở lại đây, DCM, theo chúng tôi có một số ưu thế nổi trội. Thứ nhất, sản phẩm cốt lõi của Công ty được xem là phân đạm hạt đục duy nhất tại Việt Nam. Sản phẩm này có nhiều ưu điểm khác biệt như dễ phối trộn với các loại phân bón khác và dễ bảo quản, ít gây bụi. Thứ hai, vị trí địa lý tại khu vực Tây Nam Bộ khá thuận tiện cho việc vận chuyển bằng đường thủy; nhờ vậy Công ty đã tiết kiệm đáng kể chi phí bán hàng so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Thứ ba, DCM sẽ tiếp tục được miễn thuế TNDN đến hết 2015 và từ 2016-2024 thì mức thuế TNDN chỉ vào khoảng 5%.

Những ưu thế này là tiền đề hỗ trợ sự phát triển của DCM từ những ngày đầu thành lập. Đồng thời, chúng tôi cũng nhận thấy Công ty đang chủ động đưa ra nhiều giải pháp nhằm tận dụng những ưu thế này cũng như khắc phục những khó khăn hiện hữu. Nổi bật nhất là việc tái cơ cấu khoản vay 100 triệu USD bằng việc trả nợ trước hạn 50 triệu USD. Đồng thời, chi phí lãi vay cũng được kỳ vọng giảm nhẹ nhờ thỏa thuận được lãi suất thấp cho khoản vay 50 triệu USD. Trước thêm IPO này, PVN đã góp thêm 920 tỷ đồng để hỗ trợ DCM giảm lãi vay ngân hàng và tái cơ cấu lại tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu tại nhà máy DCM để giữ tỷ lệ này duy trì ở mức 7:3 thay vì 8:2 như kế hoạch ban đầu. Mặt khác, để khắc phục khó khăn đầu ra cho phân đạm ure, Công ty đang xem xét đầu tư đa dạng hóa sản phẩm thông qua bốn dự án như dự án sản xuất phân vi sinh, dự án nâng cấp phân xường Amoniac, dự án sản phẩm hóa dầu và nhà máy phân bón phức hợp. Tổng số tiền đầu tư mở rộng sản xuất và đa dạng hóa sản phẩm được ước tính khoảng 6.000 tỷ đồng và sẽ được triển khai trong giai đoạn 2015-2020. Tuy nhiên, khả năng thực tế triển khai dự án lại phụ thuộc rất lớn vào khả năng tài chính của doanh nghiệp

Sự ưu ái giá khí của PVN là lợi thế ngắn hạn và cơ sở của lời hứa ROE >12%

Công ty nhận được nguồn cung cấp khí và điện ổn định từ đường ống dẫn khí PM3, nhà máy điện Cà Mau-PV Power CM. Việc phụ thuộc giá khí đầu vào từ hợp đồng cung cấp khí của PVN được xem là một lợi thế nhưng đồng thời cũng là yếu tố rủi ro của doanh nghiệp. Theo tính toán của chúng tôi, trong 6T2014, giá khí đầu vào của DCM được cung cấp bởi PVN vào khoảng ~4USD/MMBTU (~2.097 VNĐ/ tấn), thấp hơn giá mua của DPM đến 76%. Nhờ hưởng ưu đãi giá đầu vào từ PVN nên biên LN gộp của Công ty không chịu ảnh hưởng lớn từ việc giảm giá phân ure đầu ra.


Bảng: Kịch bản để DCM đạt ROE 12%

	Năm	2014	2015	2016	2017	2018
	ROE (%)	14%	12%	12%	12%	12%
Xấu	Giá bán đầu ra (VNĐ/tấn)	7.546	6.942	6.386	5.875	5.405
	Giá khí đầu vào (USD/tấn)	4,04	3,63	3,27	3,00	2,75
Tốt	Giá bán đầu ra (VNĐ/tấn)	7.546	7.395	7.247	7.102	6.96
	Giá khí đầu vào (USD/tấn)	4,04	4,46	4,43	4,38	4,32

Nguồn: DCM, Rong Viet tổng hợp

Theo Công ty, tập đoàn PVN đã cam kết cung cấp khí đầu vào với giá hợp lý nhằm đảm bảo ROE của mảng ure đạt trung bình 12% (trong giai đoạn 2015-2018). Với cam kết này của PVN, chúng tôi xây dựng hai kịch bản để tính toán giá khí đầu vào tối đa mà DCM có thể nhận được. Hai kịch bản được thiết lập dựa trên sự thay đổi trong giá bán sản phẩm ure của DCM. Trường hợp bi quan nhất, chúng tôi sử dụng dự báo của World Bank về mức giảm của giá phân bón thế giới (~8%); ngược lại, khả quan hơn, giá ure chỉ giảm nhẹ tương ứng mức giảm của năm nay (2%). Kết quả thu được, giá khí đầu vào sẽ dao động trong khoảng từ 2, 75 USD/MMTU đến 4, 46 USD/MMTU. So sánh với giá khí theo cung cầu thị trường mà hiện áp dụng tại DPM, vào khoảng 5,5 USD/MMTU, chúng tôi nhận thấy PVN có thể phải chịu khá nhiều “thiệt thòi” với cam kết này trong ba năm (2015-2018). Do đó, điều chúng tôi quan ngại nhất là sau khoảng thời gian này, áp dụng cơ chế thị trường cho giá khí đầu vào, tỷ suất sinh lời của DCM có thể chịu ảnh hưởng đáng kể do sự chênh lệch quá lớn giữa giá khí cung cấp bởi PVN và giá thị trường.

Quan điểm

KQKD cũng như thị phần của DCM trong năm 2014 vẫn có sự tăng trưởng tốt mặc cho những khó khăn chung của ngành. Các yếu tố thuận lợi về địa lý, sản phẩm, ưu đãi thuế, sự hậu thuẫn của PVN cho nguyên liệu khí đầu vào là cơ sở vững chắc để công ty ổn định và phát triển trong tương lai. Tuy nhiên, riêng “ưu đãi” giá khí đầu vào chỉ có thể được xem là ưu thế tạm thời của doanh nghiệp do tiềm tàng rủi ro mất ưu đãi giá khí trong tương lai.

Với mức giá đầu thành công là 12.251 đồng/cp và P/E vào khoảng 8.2x (tức xấp xỉ P/E trung bình ngành là 8,7). Chúng tôi đánh giá mức P/E trên là tương đối hợp lý trong tình hình mà thị trường trong nước và thế giới được dự báo sẽ không thuận lợi, giá bán phân đạm khó có đột biến.

Đối với ngành phân bón hiện nay, những nhà đầu tư thường hướng đến sự ổn định và tỷ suất cổ tức tương đối tốt mà công ty cam kết. Tuy nhiên, đối với DCM, cổ tức vẫn còn là một ẩn số nên chúng tôi chỉ đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu này.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 /(tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014E
Doanh thu thuần	4,076	6,259	5,884
% tăng trưởng	N/a	35%	44%
Lợi nhuận sau thuế	736	525	789
% tăng trưởng	N/a	29%	50%
Tỷ suất LNST (%)	12%	13%	13%
ROA (%)	5%	4%	5%
ROE (%)	23%	15%	14%
EPS (VND)	2,303	1,643	1,491
EPS đ/chính (VND)	2,303	1,643	1,491
GTSS (VND)	10,737	10,000	11,169
Cổ tức tiền mặt(VND)	N/a	N/a	-
P/E (x)*	N/a	N/a	8.0
P/BV (x)*	N/a	N/a	1.1

Nguồn: Báo cáo tài chính DCM, Rông Việt tổng hợp và ước tính



CẬP NHẬT NHANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rông Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2014.**