

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực:

- Nguồn cung eo hẹp tại một số nước vẫn là yếu tố tích cực duy trì trong ngắn hạn.
- Nhu cầu cải thiện khi bước vào vụ mùa mới.

Tiêu cực: Tình trạng dư cung nhiều khả năng vẫn tiếp diễn trong dài hạn, khó có một cú sốc đủ lớn như năm 2021-2022 hỗ trợ giá.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi có phiếu chiết khấu về vùng giá 29.000d – 30.000d, mức P/E hợp lý rơi vào khoảng 7 – 7,45 lần.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Hóa nông
Giá hiện tại (VND/cp)	00
Vốn hóa (Tỷ VND)	16.199
Số lượng CPLH (triệu cp)	529
EPS 4 quý gần nhất	3.440
P/E (11/08/2023)	7,68
Cao nhất 52 tuần	34.976
Thấp nhất 52 tuần	21.068

TỔNG QUAN

DCM là một trong hai doanh nghiệp sản xuất ure hàng đầu với thị trường trọng điểm tập trung tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên. So với DPM, DCM có ưu thế hơn về tỷ trọng và thị trường xuất khẩu, phân bố tại thị trường Đông Nam Á, Mỹ Latin.

DCM duy trì thị phần Ure nội địa từ 30% – 35%/năm. Năng lực sản xuất khá với nhà máy ure hạt đục với công suất 800,000 tấn/năm và một nhà máy NPK với công suất 300,000 tấn/năm. Định hướng chiến lược DCM trong giai đoạn tới vẫn tập trung vào chiếm giữ thị phần nội địa và mở rộng thị trường xuất khẩu nhằm đạt mức biên lợi nhuận tốt hơn.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Giá bán hồi phục do giá Urea vực dậy hơn 40% từ đáy

Giá urea đã chạm đáy trong quý 2 và cho thấy mức tăng tương đối nhờ nguồn cung eo hẹp tại một số quốc gia trọng điểm. Điển hình là: (1) Ai Cập – đứng thứ 4 về xuất khẩu phân bón, cắt giảm 20% sản lượng khí sử dụng để sản xuất phân bón; (2) tại Trung Quốc, các nhà máy hiện đang vận hành 80% công suất, tiềm ẩn rủi ro thiếu điện sản xuất do ảnh hưởng từ thiên tai, (3) các nhà máy tại Brunei, Indonesia đóng cửa bảo trì.

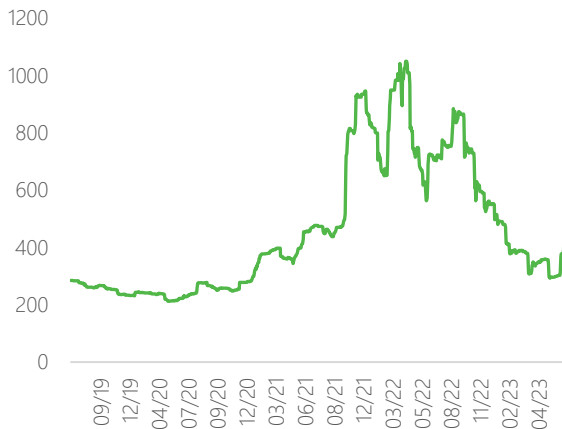
Bên cạnh yếu tố hỗ trợ về nguồn cung, (1) Ấn Độ mở vòng đấu thầu mới với sản lượng dự kiến 1,1 -1,2 triệu tấn; (2) nguồn cầu cải thiện nhẹ nhờ giá rẻ tạo động lực cho người nông dân tiêu thụ nhiều hơn, (3) Q3 là thời điểm bước vào mùa vụ mới.

DCM hiện cũng đang tăng dần giá bán theo đà tăng giá thế giới.

Biên lợi nhuận cải thiện khi giá khí đầu vào giảm

Khí đầu vào của DCM được nhập từ PVN và một phần của Petronas. Từ 2022, sản lượng khí khai thác từ PVN giảm, buộc DCM phải nhập thêm từ nguồn đắt hơn là Petronas. Nửa đầu 2023, DCM đã tạm ghi nhận chi phí đầu vào theo kịch bản xấu nhất là nhập 50/50.

Giá Urea



Nguồn: Tradingeconomics

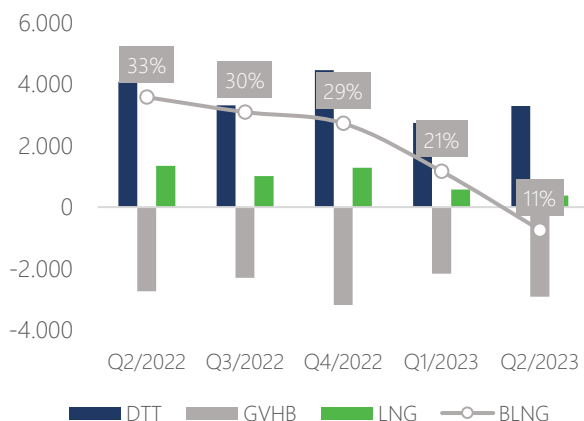
Tuy nhiên, khả năng cao lượng nhập thực tế sẽ thấp hơn 50% do năm 2022 mới chỉ dừng tại mức 28,5%. Do vậy, DCM có thể sẽ hoàn nhập lại một lượng chi phí trong nửa cuối năm 2023.

Dự kiến nhà máy Ure hết khấu hao vào T9/2023, thúc đẩy lợi nhuận từ 2024

Với cách hạch toán khấu hao đường thẳng cho nhà máy Urea, thời gian kết thúc rơi vào tháng 9 năm nay, ước tính chi phí khấu hao năm 2023 rơi vào khoảng 870 tỷ đồng. Tỷ lệ khấu hao/doanh thu giảm dần. Năm 2024 được giảm bớt gánh nặng đáng kể khi chỉ còn ghi nhận khấu hao từ nhà máy NPK, và con số này cũng không đáng kể do quy mô nhà máy không lớn.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Hoạt động kinh doanh

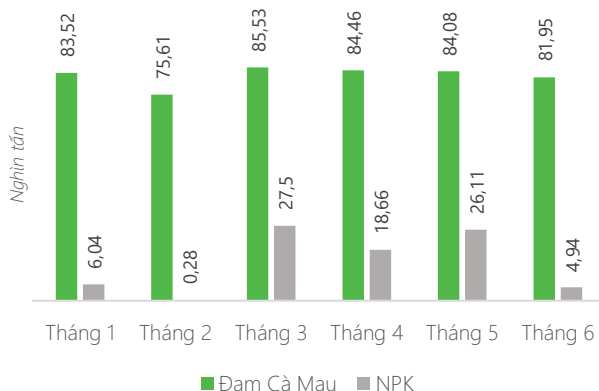


Doanh số bán hàng cải thiện, giá vốn hàng bán ăn mòn lợi nhuận

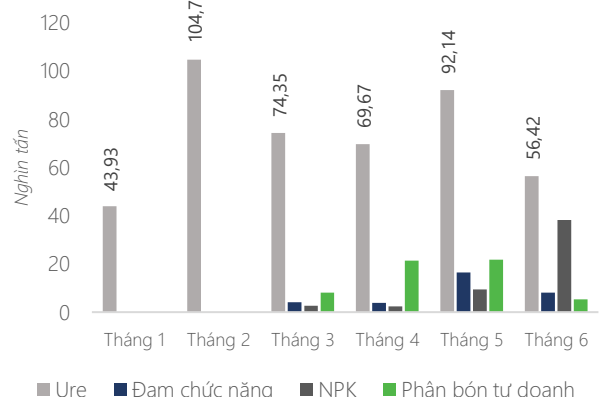
Doanh thu thuần Q2 đạt 3.290 tỷ (-19% yoy) có sự cải thiện nhờ doanh số bán hàng tăng, sau khi giá phân bón đã chạm đáy, neo ở mức thấp đủ lâu, vì thế nên cầu tiêu thụ cải thiện.

Tốc độ tăng của giá vốn hàng bán nhanh hơn tốc độ tăng doanh thu, bào mòn biên lợi nhuận. Giá vốn tăng chủ yếu do DCM ghi nhận giá khí đầu vào theo mức thận trọng, cao hơn thực tế. Bên cạnh đó chi phí sản xuất dòng phân NPK còn cao do đây là dòng sản phẩm phân xưởng DCM mới đưa vào sản xuất thương mại năm 2022 nên hiệu suất sản xuất thấp.

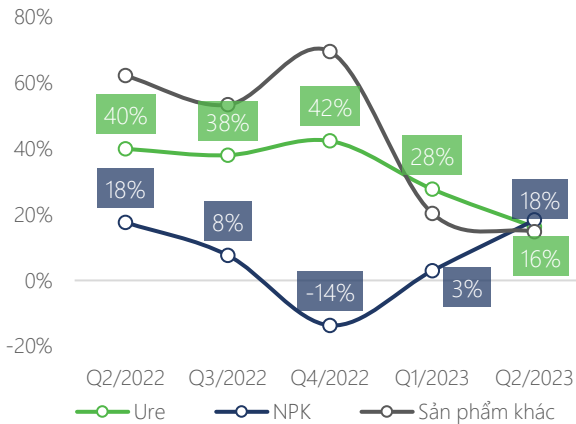
SẢN XUẤT 2023



TIÊU THỤ 2023



Biên lợi nhuận gộp các mảng



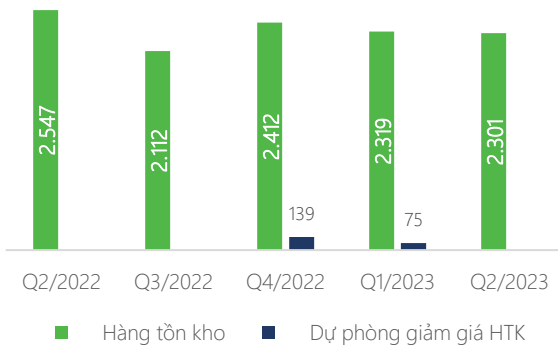
Mảng Ure cho thấy sự suy giảm, mảng mới – NPK bắt đầu cho tín hiệu khả quan

Biên lợi nhuận Ure giảm do đà đi xuống của giá bán thế giới cùng sự suy yếu về nhu cầu, bên cạnh đó là lượng hàng tồn kho với giá cao làm co hẹp biên lợi nhuận.

Trái lại, mảng NPK đi từ mức biên âm 14% tiến về mức 18% vào Q2/23. Sở dĩ Q4 giá vốn hàng bán cao do nhà máy mới đi vào hoạt động, nhập nhiều nguyên liệu với giá Kali cao, trong khi lượng tiêu thụ nội địa không đáng kể. Đa số người dân vẫn ưa chuộng phân NPK nhập khẩu hơn do NPK nội địa còn chưa gây dựng được lòng tin về chất lượng.

Nửa đầu năm 2023 có vẻ NPK đã tìm lại điểm cân bằng và bắt đầu hồi phục.

HÀNG TỒN KHO

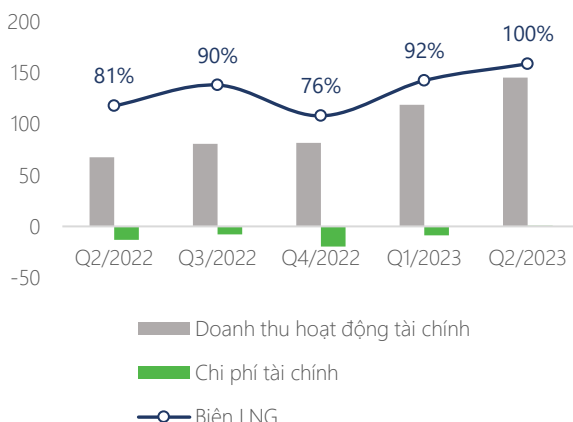


Thanh lý dần hàng tồn kho giá cao, kỳ vọng biên lợi nhuận cải thiện

Khoản dự phòng hàng tồn kho giảm dần về mốc 0 tính từ đầu năm đến giờ. Đây là khoản dự phòng giảm giá cho phân NPK, và các dòng phân nhập khẩu: DAP và Kali. Sở dĩ có khoản dự phòng này là do đây là lượng hàng nhập từ năm 2022 với giá khá cao. Trong Q1, DCM xả hàng ồ ạt (từ 383 tỷ xuống 34 tỷ) để giải phóng hết lượng hàng này.

Hàng tồn kho còn lại có chi phí thấp hơn, kỳ vọng giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.

HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

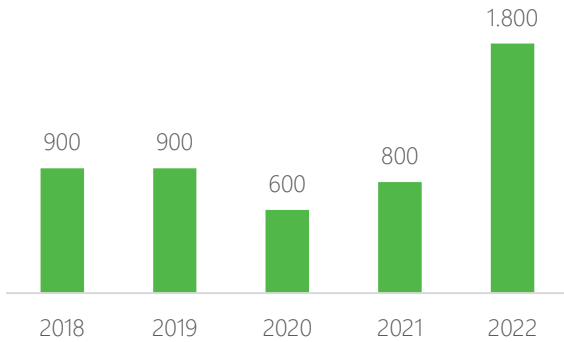


Mảng tài chính làm bệ đỡ cho biên lợi nhuận

Nhờ lượng tiền gửi tăng đáng kể vào khoảng thời gian lãi suất tiết kiệm bắt đầu tăng. Bên cạnh đó, việc tích cực trả nợ vay giúp giảm bớt gánh nặng về chi phí lãi vay. Chi phí lãi vay Q2 âm do đánh giá lại khoản lỗ tỷ giá hối đoái từ quý 1. Thu nhập tài chính thuần của DCM chiếm tới 45% lợi nhuận trước thuế trong Q2/2023.

Thu nhập tài chính và chi phí bán hàng & quản lý giảm (-54% QoQ) đã trở thành bệ đỡ cho tỷ suất lợi nhuận ròng, giúp tăng từ 8,4% trong Q1/2023 lên 8,8% trong Q2/2023.

CỔ TỨC TIỀN MẶT



ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Từ 2018-2022, DCM duy trì kế hoạch trả cổ tức Tiền tỷ lệ 6% - 18%, tương đương với tỷ suất cổ tức trung bình là 5,6%..

Định giá

P/E của DCM (tại giá đóng cửa 11/08/2023) đạt 7,68 lần, thấp hơn so với mức P/E trung bình 5 năm (9,44 lần) và mức trung bình ngành (7,71 lần).

Dự phóng kết quả kinh doanh

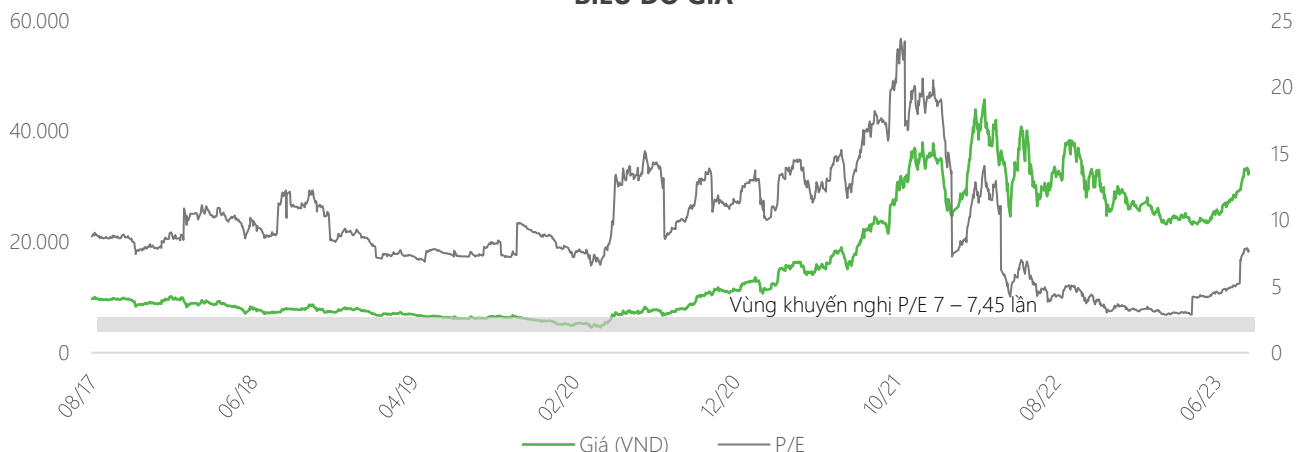
DSC ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của 2023 sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt -18% và -66%, đạt lần lượt 13.054 tỷ và 1.583 tỷ.

Giả định sản lượng tiêu thụ ure nửa cuối năm tăng 2% so với đầu năm nhờ xuất khẩu cải thiện, nhu cầu nội địa tăng do bước vào vụ mùa mới. Sản lượng tiêu thụ 2023 dự phóng đạt 890 nghìn tấn. Giá Ure nửa cuối năm kỳ vọng phục hồi về mức 9.800 đồng.

Giả định Q4/23 DCM không phải ghi nhận khấu hao, chi phí khấu hao 2023 đạt khoảng 870 tỷ, so với mức 1.200-1.300 tỷ mỗi năm, thúc đẩy đáng kể biên lợi nhuận.

EPS 2023 dự kiến đạt 2.740 VND/cp, tương đương P/E fw là 11,9 lần. Giá mục tiêu của 2023 là 25.200 VNĐ/cp, **downside 23%** so với giá đóng cửa ngày 11/08/2023 là 32.900 VND/cp.

BIỂU ĐỒ GIÁ



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Văn Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn