

CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (DGC) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND182.000

Giá mục tiêu

VND233.200

Tỷ suất cổ tức

0,93%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Vật liệu cơ bản

Ngày 08/03/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

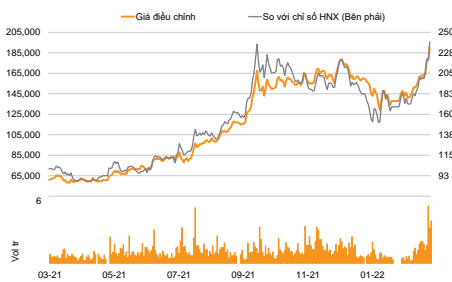
Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:2 Giữ: 0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 14,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	189.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	58.174
GTGD BQ 3 tháng (tr VND)	180.022
Thị giá vốn (tỷ VND)	30.384
Free float (%)	47
P/E trượt (x)	13,5
P/B hiện tại (x)	5,36

Cơ cấu sở hữu

Đào Hữu Huyền	18,5%
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	8,9%
Ngô Thị Ngọc Lan	6,8%
Khác	65,8%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hải

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Thiên thời, địa lợi

- Là công ty số 1 Việt Nam về công suất và công nghệ trong ngành sản xuất photpho, với 48% thị phần công suất cả nước.
- Dự phóng LN ròng của DGC đạt tốc độ tăng trưởng kép 21,9% trong 2021-23 nhờ tăng nhu cầu về chất bán dẫn.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 233.200đ/cp.

Nhà sản xuất photpho hàng đầu Việt Nam

DGC là công ty đứng đầu cả nước về quy mô và công nghệ trong ngành sản xuất photpho và các dẫn xuất của photpho. DGC chiếm ~ 48% công suất photpho vàng (P4) của Việt Nam và hiện là nhà sản xuất phụ gia thức ăn chăn nuôi duy nhất trong nước. DGC cũng là nhà sản xuất lớn nhất và là nhà xuất khẩu duy nhất của Việt Nam đối với axit photphoric trích ly và nhiệt. Doanh thu (DT) của DGC chủ yếu đến từ xuất khẩu (chiếm 79%) trong đó Ấn Độ là thị trường xuất khẩu chính khi chiếm 25% tổng DT của DGC trong 2021.

Thiên thời, địa lợi

Chúng tôi kỳ vọng DT và LN ròng năm 2022 của DGC sẽ tăng trưởng 48,4%/73,3% svck chủ yếu nhờ 1) DT từ P4 tăng 70,5% svck do chúng tôi cho rằng DGC vẫn sẽ tiếp tục ưu tiên bán sản phẩm này nhờ hưởng lợi từ giá bán tăng mạnh trong 2022 do thiếu hụt nguồn cung tại Trung Quốc và hưởng lợi ngắn hạn từ xung đột Nga - Ukraine và 2) doanh thu từ axit photphoric (TPA và WPA) tăng 57,9% svck nhờ 2 dây chuyền TPA điện tử mới dự kiến sẽ chạy 80% công suất trong 2022. Chúng tôi dự phóng DT và LN ròng của DGC trong 2023 giảm lần lượt 4,0%/14,1% svck chủ yếu từ việc giá photpho vàng giảm từ Q4/22.

Dự án CAV là động lực tăng trưởng DT chính của DGC trong 2025-28

Ban lãnh đạo DGC đã chấp thuận xây dựng dự án Chlor-alkali-vinyl Nghi Sơn (CAV) với chi phí đầu tư 10.000 tỷ đồng, trong đó 55% là vốn tự có và 45% là vốn vay. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ hoàn thành và chạy thử trong Q4/24 trước khi sản xuất thương mại với 50% công suất trong năm 2025. Chúng tôi tin rằng dự án sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn của công ty do tình trạng thiếu hụt Chlor tại Việt Nam. Do đó, doanh thu mảng CAV dự phóng đạt 5.500 tỷ, đóng góp 25,5% vào tổng doanh thu năm 2025 của DGC.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 233.200đ/cp

Với kỳ vọng LN ròng tiếp tục tăng mạnh trong 2022 cùng với triển vọng dài hạn được đảm bảo bởi dự án CAV, chúng tôi tin rằng DGC vẫn là cổ phiếu đáng chú ý trong 2022 mặc dù đã tăng giá 211% trong 2021. Giá mục tiêu đưa ra dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa 2 phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (WACC 10,8%, COE 13,0%) và P/E với P/E mục tiêu 9,5x. Tiềm năng tăng giá bao gồm tăng giá phot pho vàng có thể kéo dài đến năm 2023 do Trung Quốc có thể tiếp tục thắt chặt việc hạn chế sản xuất các sản phẩm ô nhiễm môi trường. Rủi ro giảm giá gồm 1) giá bán P4 điều chỉnh mạnh hơn dự kiến, 2) rủi ro về thuế xuất khẩu P4 cộng với việc tăng giá nguyên vật liệu đầu vào (lưu huỳnh, than cốc) có thể tạo áp lực lên biên LN gộp của DGC.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.236	9.567	14.200	13.633
Tăng trưởng DT thuần	22,5%	53,4%	48,4%	(4,0%)
Biên lợi nhuận gộp	23,7%	33,4%	39,4%	35,7%
Biên EBITDA	13,1%	25,7%	31,6%	27,0%
LN ròng (tỷ)	907	2.405	4.164	3.579
Tăng trưởng LN ròng	60,0%	165,3%	73,1%	(14,1%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	65,9%	167,0%	73,1%	(14,1%)
EPS cơ bản	5.302	14.066	24.350	20.928
EPS điều chỉnh	4.847	13.662	22.813	19.607
BVPS	22.871	35.396	60.445	76.322
ROAE	25,1%	48,3%	50,8%	30,6%

Nguồn: VND RESEARCH

THIÊN THỜI, ĐỊA LỢI

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích DGC vì:

- DGC là nhà sản xuất đứng đầu Việt Nam về photpho và các sản phẩm từ photpho, nhóm vật liệu “hot” sử dụng trong công nghệ sản xuất bán dẫn và dùng trong ngành thực phẩm và đồ uống giúp DGC luôn có lợi thế cạnh tranh về giá bán so với các đối thủ trong nước.
- Hai dây chuyền axitphotphoric (TPA) cấp điện tử mới dự kiến chạy 80% công suất trong 2022 nhờ nhu cầu và chất bán dẫn và thiết bị 5G tiếp tục tăng cao trong 2022. Chúng tôi kỳ vọng TPA cấp điện tử sẽ đóng góp lần lượt 13,9%/22,7% vào tổng DT của DGC năm 2022/23.
- LN ròng của DGC đạt mức tăng trưởng kép hàng năm là 21,9% trong giai đoạn 2021-23 nhờ cải thiện danh mục sản phẩm và đóng góp từ mảng TPA điện tử.
- Dự án Chlor-alkali-vinyl (CAV) hoàn thành giai đoạn 1 trong Q1/25 sẽ trở thành động lực tăng trưởng doanh thu chính, đóng góp khoảng 25% doanh thu mỗi năm và đưa DGC trở thành doanh nghiệp có nhà máy xút với công suất thương mại số 1 Việt Nam. Do hiện tại các DN sản xuất CAV tại Việt Nam chủ yếu là các doanh nghiệp nhỏ hoặc không sản xuất thương mại và là ngành yêu cầu vốn đầu tư lớn, chúng tôi tin rằng DGC sẽ duy trì vị thế dẫn đầu ngành trong 2025-28.

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho DGC với khuyến nghị **Khả quan**

Giá mục tiêu của chúng tôi là 233.200đ/cp, dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp định giá DCF (WACC: 10,8%, tăng trưởng dài hạn: 1,0%) và P/E mục tiêu cho năm 2022 là 9,5x. P/E mục tiêu cho năm 2022 dựa trên P/E trung bình 3 năm của DGC. Tiềm năng tăng giá là tăng giá photpho vàng có thể kéo dài đến năm 2023 do Trung Quốc có thể tiếp tục thắt chặt việc hạn chế sản xuất các sản phẩm ô nhiễm môi trường. Rủi ro giảm giá gồm 1) giá bán P4 điều chỉnh mạnh hơn dự kiến và 2) rủi ro về thuế xuất khẩu P4 cộng với việc tăng giá nguyên vật liệu đầu vào (lưu huỳnh, than cốc) có thể tạo áp lực lên biên LN gộp của DGC

Hình 1: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	235.215	50%	117.607
P/E	231.222	50%	115.611
Giá trung bình (VND)			233.219
Giá mục tiêu 2022 (Làm tròn)			233.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	19.310
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	17.998
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	37.308
Nợ ròng (tỷ đồng)	2.914
Giá trị vốn (tỷ đồng)	40.222
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	171
Giá trị vốn/CP (VND)	235.215
WACC	10,8%
Chi phí vốn	13,0%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Vốn hóa USD Triệu	P/E (x)		Tăng trưởng	P/B (x)		EV/EBITDA		ROE (%)		
					2021	2022	EPS 3 năm CAGR	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Hubei Xingfa Chemicals Group Co Ltd	600141	CH	na	na	7.670	13,2	9,2	40,3	2,8	2,3	7,2	7,6	31,0	32,2
Yunnan Yuntianhua Co Ltd	600096	CH	na	na	9.402	11,4	7,5	18,0	3,4	2,5	7,0	7,6	45,1	40,0
Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	000422	CH	na	na	4.660	10,6	7,3	na	na	na	na	na	26,1	na
Hongda Xingye Co Ltd	002002	CH	na	na	3.927	11,4	8,2	-3,3	na	na	na	na	17,2	na
Anhui Sierte Fertilizer Industry Ltd Co	002538	CH	na	na	1.218	14,5	14,0	39,4	1,9	1,8	9,1	8,8	12,0	12,2
Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co Ltd	300505	CH	na	na	765	13,0	9,8	-10,9	3,1	2,4	na	na	8,1	15,0
China General Plastics Corp	1305	TT	na	na	2.953	7,1	10,6	37,6	1,7	1,6	4,4	6,5	30,4	25,0
CTCP Đạm Phú Mỹ	DPM	VN	Không đánh giá	46.600	889	10,6	16,3	15,9	3,6	3,3	4,8	7,3	30,7	17,8
CTCP Đạm Cà Mau	DCM	VN	na	na	904	9,5	14,0	17,5	2,5	2,2	4,7	6,8	29,9	17,6
Trung bình						11,6	10,8	20,2	2,6	2,1	6,9	7,6	24,3	24,9
Trung vị						11,4	9,8	27,8	2,8	2,3	7,1	7,6	26,1	25,0
CTCP Hóa Chất Đức Giang	DGC	VN	Khả quan	233.200	1.091	13,5	8,5	9,5	4,9	3,5	9,3	7,1	28,1	45,6

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Định giá theo phương pháp so sánh (P/E)

Lợi nhuận ròng 2022	4.164
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	171
EPS 2022 (đồng)	24.339
P/E mục tiêu (x)	9,5
Định giá 2022 (VND)	231.222

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Nhà sản xuất photpho hàng đầu Việt Nam

Khởi nguồn từ doanh nghiệp nhà nước (DNNN) với đội ngũ lãnh đạo có chuyên môn kỹ thuật cao

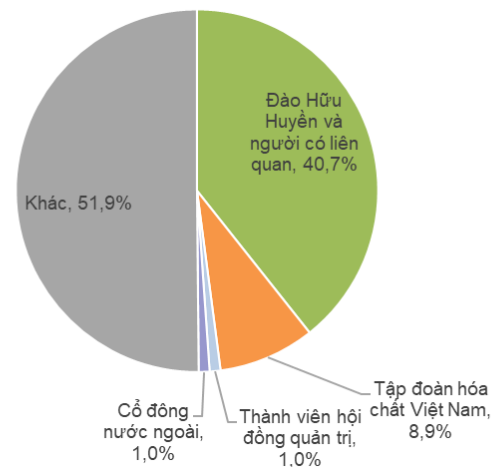
DGC được thành lập năm 1963 tại Hà Nội, là một DNNN hoạt động trong ngành hóa chất và chất tẩy rửa. Năm 2004, ông Đào Hữu Huyền – chủ tịch HĐQT của DGC và gia đình đã mua lại công ty từ Tập đoàn Công nghiệp Hóa chất Việt Nam (Vinachem – Chưa niêm yết). DGC trở thành công ty đại chúng vào năm 2007, niêm yết trên HNX vào năm 2014 và chuyển niêm yết sang HOSE vào tháng 7/2020. Tính đến tháng 3/2020, ông Đào Hữu Huyền, Tổng Giám đốc ông Đào Hữu Duy Anh (con trai ông Đào Hữu Huyền) và các các bên liên quan sở hữu hơn 40% DGC. Hiện Vinachem nắm giữ 9% cổ phần tại DGC.

Hình 5: Ban lãnh đạo có nhiều kinh nghiệm trong ngành sản xuất hóa chất

Thành viên	Kinh nghiệm
Đào Hữu Huyền - Chủ tịch HĐQT	Có bằng cử nhân hóa học và hơn 25 năm kinh nghiệm kinh doanh và sản xuất hóa chất, đặc biệt là hóa chất photpho
Đào Hữu Duy Anh - Tổng giám đốc	Có bằng thạc sĩ hóa học. Gia nhập DGC từ năm 2012 và trở thành Tổng Giám đốc vào tháng 3/2020
Phạm Văn Hùng - Phó Tổng Giám đốc	Là kỹ sư cơ khí làm việc tại DGC từ năm 2009 - là thành viên HĐQT của Công ty TNHH Hóa chất Đức Giang Lào Cai (của DGC
Khúc Ngọc Giảng - đại diện Vinachem	Phó Giám đốc Bộ phận Đầu tư và Xây dựng - Tập đoàn Công nghiệp Hóa chất Việt Nam (Vinachem)
Đào Thị Mai - Kế toán trưởng	Làm việc cho DGC từ năm 2007. Từng làm kế toán trưởng tại Công ty TNHH Văn Minh

Nguồn: DGC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Cơ cấu cổ đông (T9/21)

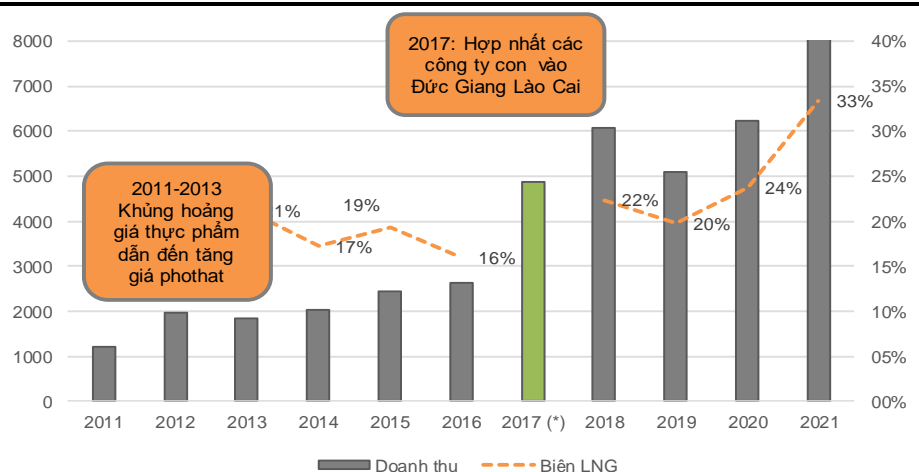


Nguồn: DGC, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu tăng đột biến trong 2018 nhờ hợp nhất nhờ sở hữu 100% Đức Giang Lào Cai (DGL)

Trước năm 2016, các mảng kinh doanh của DGC được phân bổ cho một số công ty liên kết và công ty con, trong đó có Đức Giang Lào Cai. Trong giai đoạn 2016-2018, công ty đã tiến hành hoán đổi cổ phần giữa các đơn vị này nhằm hợp nhất cơ cấu doanh nghiệp. Năm 2018, DGL trở thành công ty con của DGC với tỷ lệ sở hữu 100%.

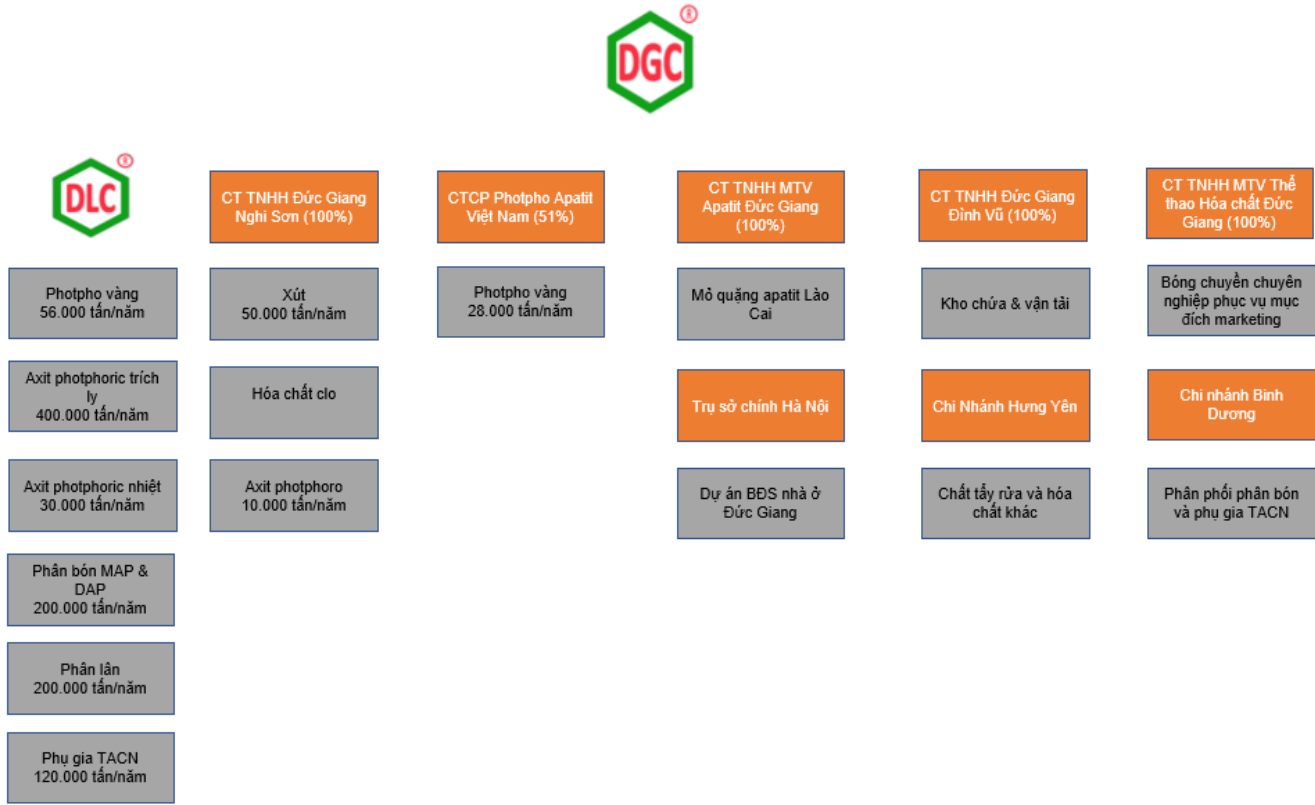
Hình 7: Doanh thu 2018 tăng 873% svck nhờ hoàn tất sở hữu 100% DGL



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

2017* : Tỷ lệ sở hữu của Đức Giang Lào Cai tạm thời giảm xuống dưới 51% do việc tái cơ cấu doanh nghiệp chưa hoàn thành của DGC trong năm 2017. Nhằm đưa ra so sánh tương đương, chúng tôi ước tính doanh thu của Đức Giang Lào Cai coi như được hợp nhất vào DGC trong năm 2017.

Hình 8: Cơ cấu tổ chức của DGC



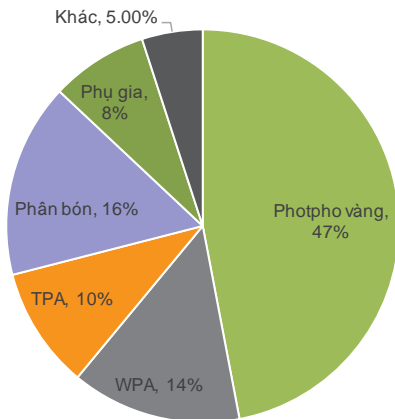
Source: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

Sau quá trình sáp nhập các công ty con khu vực Lào Cai vào công ty mẹ, DGC lên kế hoạch phát triển các dự án mới, hướng tới hoàn thiện chuỗi giá trị mảng photpho và mở rộng sản xuất hóa chất khác. Các dự án nổi bật mà DGC đã và đang triển khai trong năm 2021 và 2022 là dự án khai thác quặng Apatit tại Lào Cai và dự án hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn với tiềm năng phát triển mảng hóa chất.

Nhà sản xuất photpho hàng đầu Việt Nam

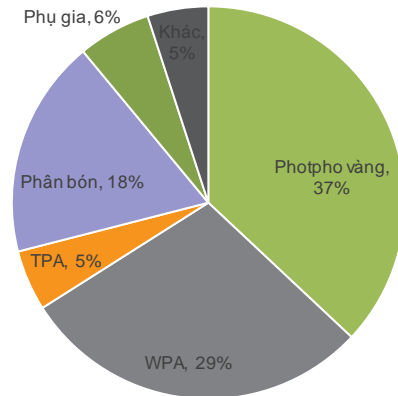
DGC chủ yếu sản xuất hóa chất photpho, vốn được ứng dụng đa dạng trong nông nghiệp và công nghiệp. Chuỗi giá trị của DGC bắt đầu với nguyên liệu đầu vào chính là quặng apatit. Photpho vàng - một dẫn xuất của quặng apatit - có nhiều mục đích sử dụng trong điện tử, thuốc diệt cỏ, nhựa và phụ gia chống cháy, cùng các sản phẩm khác. Doanh thu từ photpho vàng đạt tốc độ tăng trưởng kép 13,1% trong giai đoạn 2017-21. Trong khi đó, axit photphoric nhiệt cấp thực phẩm (TPA cấp thực phẩm) - một dẫn xuất của photpho vàng đóng góp 10% vào tổng doanh thu năm 2021. Axit này được sử dụng trong ngành công nghiệp mía đường, xử lý kim loại và thực phẩm & đồ uống. Đối với các sản phẩm phục vụ ngành nông nghiệp, axit photphoric trích ly (WPA) đóng góp 14% doanh thu năm 2021. Các dẫn xuất của axit này và quặng apatit - chẳng hạn như phân bón và phụ gia TACN - chiếm phần còn lại trong cơ cấu doanh thu của DGC trong 2021.

Hình 9: Photpho vàng chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu DGC 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

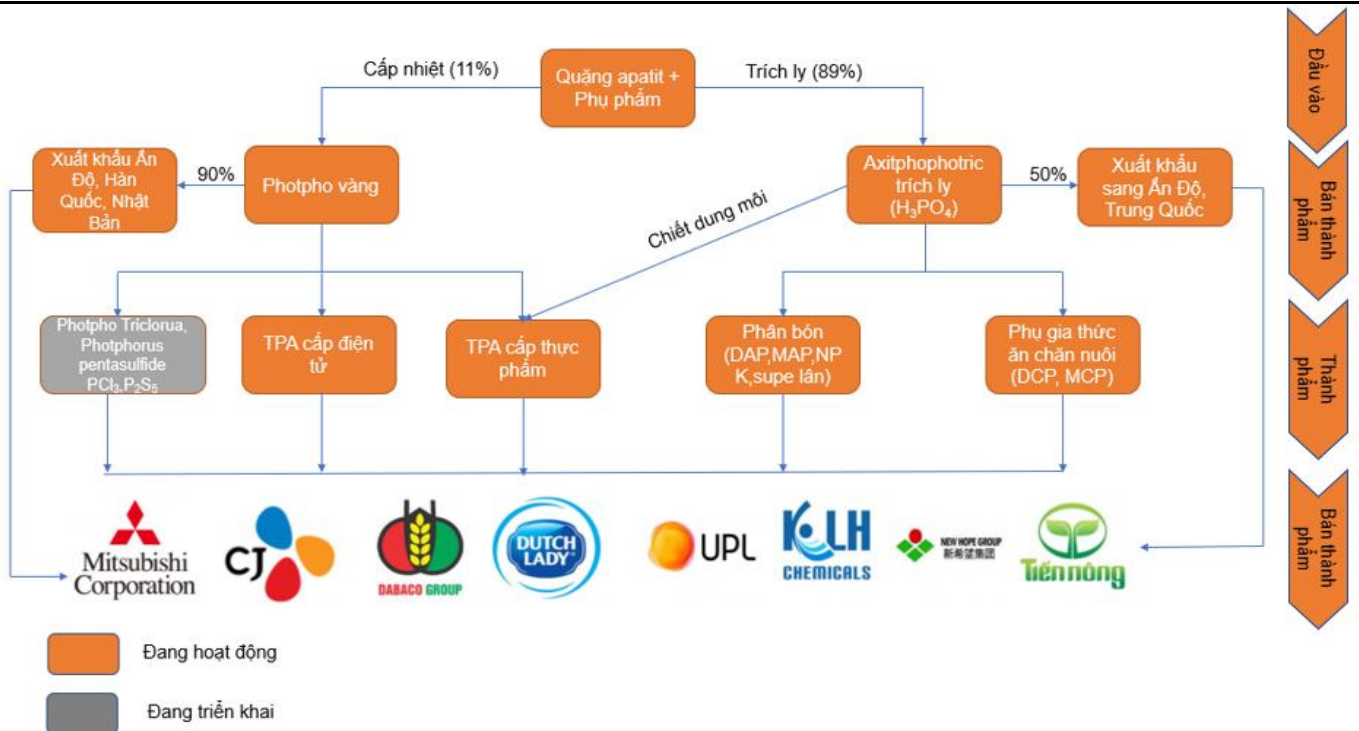
Hình 10: Cơ cấu LN gộp của DGC trong 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

DGC hiện là nhà sản xuất phụ gia TACN photphat duy nhất trong nước. Công ty cũng là nhà sản xuất lớn nhất và là nhà xuất khẩu WPA và TPA duy nhất của Việt Nam. Chúng tôi tin rằng vị thế thống trị của DGC một phần được củng cố bởi việc DGC là công ty tư nhân (trong khi hầu hết các công ty trong nước thuộc sở hữu của Nhà nước), cho phép quản lý và đầu tư vào công nghệ hiệu quả hơn. DGC là doanh nghiệp tiên phong trong việc sản xuất photpho vàng, axit photphoric, phân bón monoamoni photphat (MAP) và phụ gia TACN photphat đồng thời đáp ứng các tiêu chuẩn sản phẩm cao của thị trường xuất khẩu. Công ty cũng đã phát minh ra các công nghệ riêng biệt để sử dụng nguyên liệu đầu vào rẻ và tái chế các hóa chất hữu ích trong chất thải nhằm mang lại lợi thế về chi phí.

Hình 11: Chuỗi giá trị sản phẩm của DGC



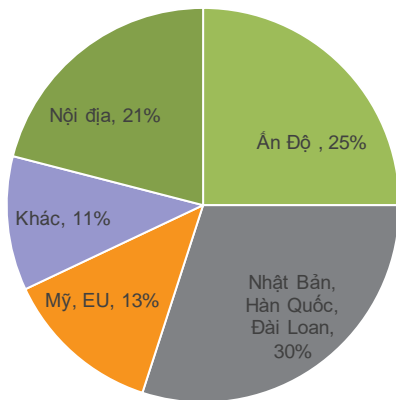
Source: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

Phần lớn các sản phẩm của DGC đều phục vụ cho thị trường xuất khẩu

Thị trường xuất khẩu chiếm 79% tổng doanh thu của DGC trong 2021. Trong đó Ấn Độ là thị trường xuất khẩu chính của DGC, chiếm 25% doanh thu trong 2021. Ấn Độ nhập photpho vàng và các sản phẩm liên quan để sản xuất thuốc diệt cỏ phục vụ cho ngành nông nghiệp của nước này. Do thiếu hụt quặng apatit trong khi nhu cầu nông nghiệp cao, Ấn Độ là nước nhập khẩu photpho vàng lớn nhất thế giới, chủ yếu nhập từ Việt Nam, Kazakhstan và Nga. Các sản phẩm xuất sang Ấn Độ thuộc phân khúc thấp.

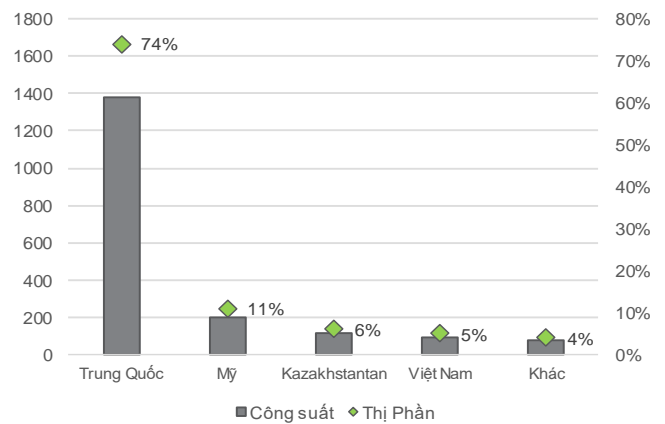
Trong khi đó các nước Châu Á (Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan – đóng góp 30% tổng doanh thu 2021) nhập khẩu photpho vàng và các sản phẩm liên quan để phục vụ cho các mục đích công nghiệp khác (ô tô, điện tử). Theo ban lãnh đạo, thị phần của DGC tại Hàn Quốc gần 100% và tại Nhật là 40%. Các sản phẩm xuất sang thị trường Châu Á thuộc phân khúc cao cấp.

Hình 12: Ấn Độ là thị trường xuất khẩu chính của DGC



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 13: Trung Quốc là quốc gia sản xuất photpho lớn nhất thế giới (Đơn vị: nghìn tấn)

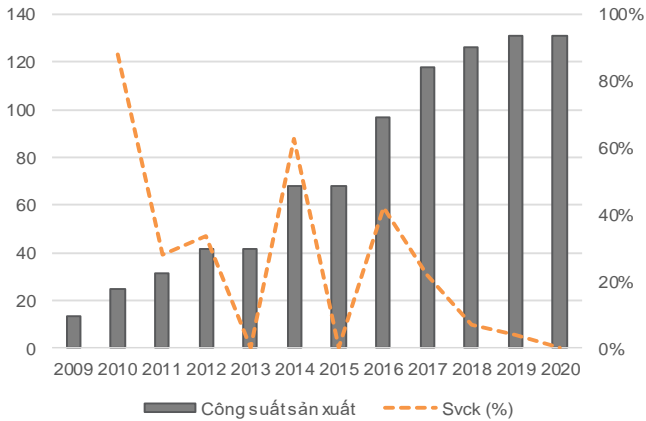


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

DGC cũng xuất khẩu sang Mỹ và các nước EU, với tỉ trọng khoảng 13% doanh thu để phục vụ trong sản xuất chất chống cháy, nhựa và dầu nhờn cơ động. Với việc EVFTA có hiệu lực từ T8/20, thuế suất áp dụng đối với mặt hàng photpho vàng được điều chỉnh từ 5,5% xuống 0%, do đó giúp DGC cạnh tranh hơn so với đối thủ cạnh tranh chính Kazakhstan tại thị trường EU. Các sản phẩm xuất sang Mỹ và EU thuộc phân khúc trung.

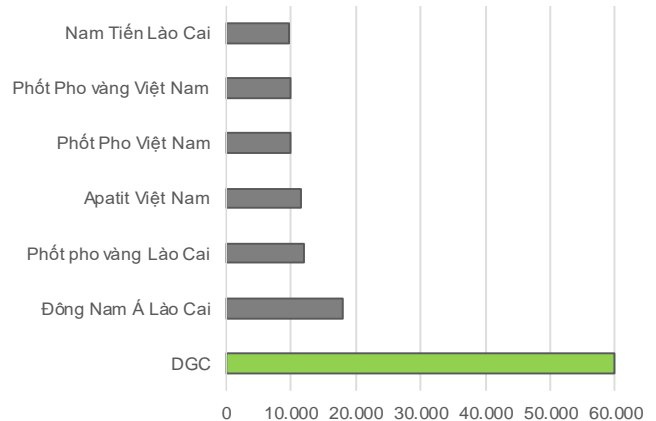
Tại thị trường trong nước, DGC có tổng công suất thiết kế là 60.000 tấn photpho vàng/năm (bao gồm 40.000 tấn từ Đức Giang Lào Cai và 20.000 tấn từ Photpho Apatit Việt Nam). DGC chiếm khoảng 48% thị phần photpho vàng tại thị trường nội địa tính theo công suất thiết kế (tổng công suất thiết kế của các công ty sản xuất photpho vàng tại Việt Nam là khoảng 124.000 tấn).

Hình 14: Việt Nam đạt tổng công suất 124 nghìn tấn photpho/năm trong 2020(đơn vị: nghìn tấn/năm)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 15: DGC có công suất nhà máy photpho lớn nhất Việt Nam (tấn/năm)



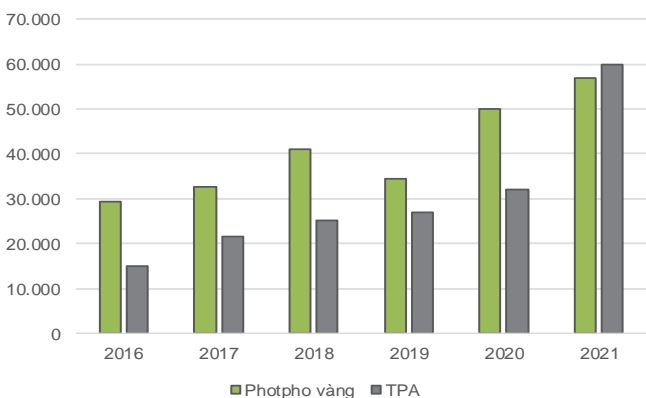
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Mảng photpho vàng và các sản phẩm từ photpho – Tiếp đà tăng trưởng trong 2022

Doanh thu từ mảng photpho vàng và các dẫn xuất từ photpho (TPA) của DGC tăng trưởng đột phá trong 2021

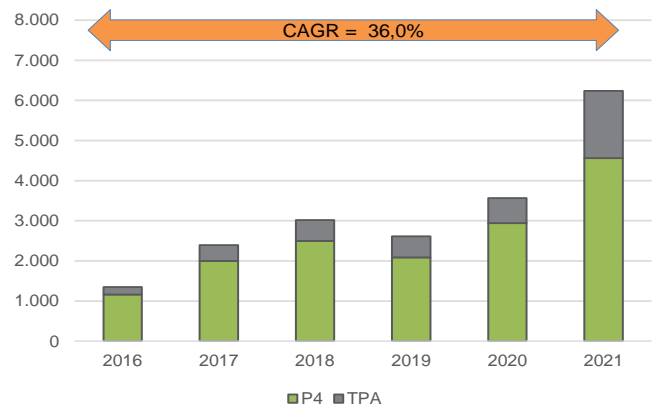
Nhờ hưởng lợi từ việc giá photpho vàng tăng mạnh trong 2021, DT từ photpho vàng và TPA của DGC ghi nhận mức tăng trưởng kỷ lục, đạt 5.524 tỷ đồng (+55% svck). Trong đó ngoài việc giá bán TPA tăng 67% svck, sự tăng trưởng mạnh mẽ từ mảng này còn đến từ việc mở rộng công suất dây chuyền thứ nhất TPA nhiệt cấp điện từ 30.000 tấn/năm lên 50.000 tấn/năm và dây chuyền TPA cấp điện từ thứ 2 với công suất 50.000 tấn/năm chính thức chạy thương mại vào tháng 9/21.

Hình 16: Sản lượng TPA vượt photpho vàng trong 2021, đạt 60 nghìn tấn (đơn vị tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 17: Doanh thu từ photpho vàng và TPA đạt tốc độ tăng trưởng kép 36% trong 2016-21 (đơn vị : tỷ đồng)



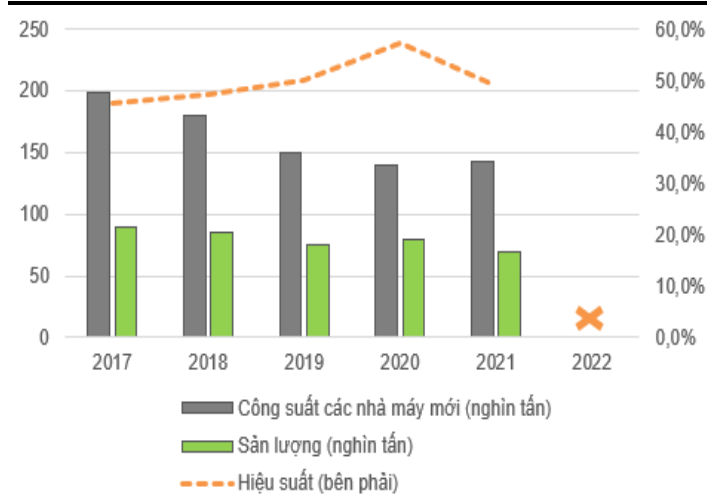
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi cho rằng thiếu hụt nguồn cung tại Trung Quốc và xung đột Nga-Ukraine sẽ tiếp tục đẩy giá Photpho tăng cao trong năm 2022

Theo Financial Associated Press (FAP), Trung Quốc sẽ tiếp thực hiện chính sách giảm kép tiêu thụ năng lượng trong 2022-23. Cộng với sức ép về chính sách bảo vệ môi trường, tỷ lệ công suất hoạt động của ngành sản xuất photpho vàng tại Trung Quốc có thể chỉ đạt 50% vào năm 2022. FAP dự báo tổng công suất sản xuất photpho vàng tại Trung Quốc chỉ đạt mức 1,14 triệu tấn, ngang

bằng với năm 2021 do các nhà máy mới chưa thể hoàn thành trong năm 2022. Thêm vào đó, nguồn cung đá photphat (nguyên liệu cấu thành P4) tại Trung Quốc cũng tiếp tục bị thắt chặt trong 2022 do các chính sách bảo vệ môi trường. Chúng tôi cho rằng các nhà máy chế biến đá photphat chỉ duy trì ở công suất ở mức 40% trong năm 2022. Do đó, chúng tôi cho rằng sản lượng và tồn kho photpho vàng tại Trung Quốc sẽ duy trì ở mức tương đối thấp trong năm 2022 và Trung Quốc sẽ tiếp tục phải nhập khẩu photpho vàng trong 2022.

Hình 18: Không có thêm dự án sản xuất photpho vàng mới hoàn thành trong 2022 tại Trung Quốc



Nguồn: Longzhong Information, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Các dự án mới dự kiến hoàn thành trong 2023-24

Dự án	Công suất (Tấn/năm)	Dự kiến hoạt động
Wengfu Group	50.000	2023
Guizhou Longma	50.000	2023
Longtai Phospho Power	100.000	2024
MaBian Infinite	50.000	2024
Kunming Shenghong	36.000	2023

Nguồn: FAP, VNDIRECT RESEARCH

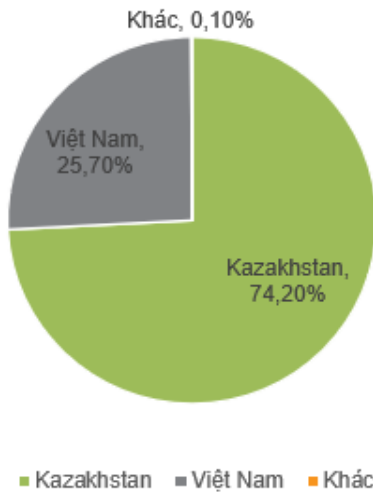
Thêm vào đó tình hình xung đột giữa Nga-Ukraine có thể tiếp tục đẩy giá photpho vàng lên cao trong năm 2022 do tắc nghẽn chuỗi cung ứng. Hiện tại, Kazakhstan – đối thủ chính của Việt Nam tại thị trường xuất khẩu đang gặp khó khăn trong việc vận chuyển photpho vàng sang thị trường Ba Lan và Trung Quốc khi phải di chuyển qua Nga và Ukraine. Vậy nên chúng tôi kỳ vọng DGC có thể giành thêm thị phần từ Ba Lan và Trung Quốc sẽ ưu tiên nhập photpho vàng của Việt Nam trong 2022. Chúng tôi dự phóng giá bán photpho vàng của DGC sẽ tiếp tục tăng 35,8% svck trong 2022.

Hình 22: Vận chuyển photpho vàng bằng đường sắt của Kazakhstan sang Warsaw (Ba Lan) và Lanzhou (Trung Quốc) đang bị hạn chế do phải di chuyển qua vùng chiến sự



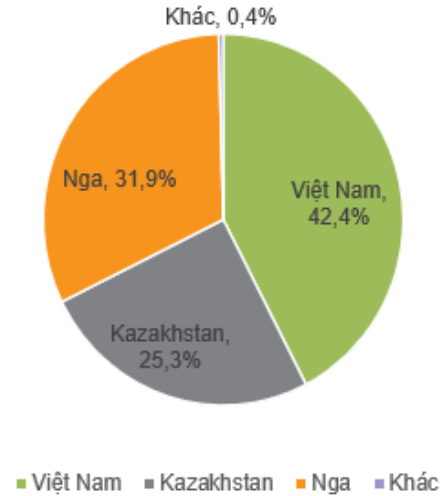
Nguồn: United Chemical Company, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Tỷ trọng nhập khẩu photpho vàng của Ba Lan trong 2021



Nguồn: OEC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Tỷ trọng nhập khẩu photpho vàng của Ấn Độ 2021

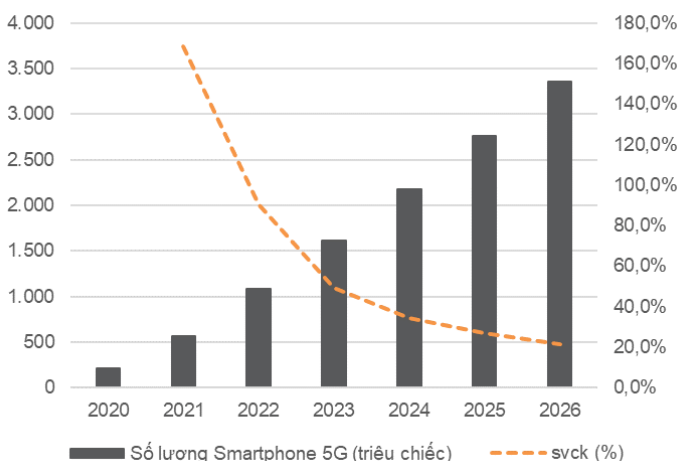


Nguồn: OEC, VNDIRECT RESEARCH

Hưởng lợi từ nhu cầu sử dụng các thiết bị 5G ngày càng tăng trên thế giới

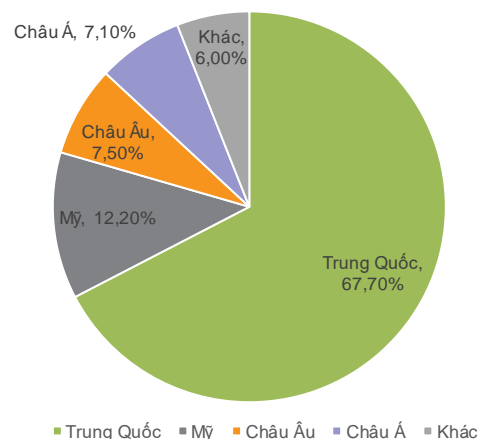
Photpho là một nguyên tố hoá học được sử dụng trong nhiều lĩnh vực điện tử, bán dẫn, y tế, thức ăn chăn nuôi. Đặc biệt, trong lĩnh vực sản xuất chất bán dẫn, photpho được thêm vào để tăng khả năng dẫn điện của linh kiện điện tử. Do đó, sản lượng sản xuất chất bán dẫn (chip) sẽ tỷ lệ thuận với sản lượng sử dụng photpho. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng sản xuất chip sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu đối với các thiết bị 5G tiếp tục tăng mạnh, thay thế cho các thiết bị 3G/4G. Mặt khác, thiết bị 5G sẽ cần nhiều hơn 30 – 40% số lượng chip so với thiết bị 4G. Theo ước tính từ Báo cáo di động của Ericsson, số lượng đăng ký smartphone 5G trên toàn thế giới dự kiến sẽ vượt qua một tỷ chiếc trong 2022, nhanh hơn hai năm so với thiết bị 4G đã làm sau khi ra mắt.

Hình 22: Ericsson dự báo thiết bị 5G sẽ đạt 1 tỷ chiếc trong 2022 (đơn vị: triệu chiếc)



Nguồn: Ericsson Mobyity Report, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Trung Quốc là quốc gia sử dụng thiết bị 5G nhiều nhất thế giới trong 2022



Nguồn: IDC, VNDIRECT RESEARCH

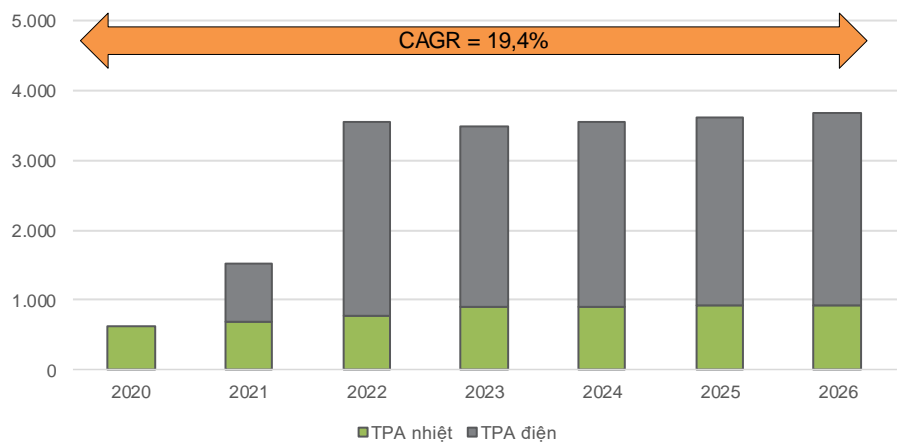
Thêm vào đó, để giải quyết vấn đề thiếu hụt chất bán dẫn toàn cầu, các nhà sản xuất chip bán dẫn sẽ động thổ 29 nhà máy chế tạo chất bán dẫn trong năm 2022 nhằm kịp đáp ứng nhu cầu toàn thế giới. Trong số 29 nhà máy chế tạo chất bán dẫn trên, Trung Quốc đại lục và Đài Loan sẽ xây dựng số nhà máy nhiều nhất với 8 nhà máy mỗi bên, tiếp đến là Mỹ (6 nhà máy) và khu vực châu Âu, Trung

Đông (3 nhà máy). Hàn Quốc và Nhật Bản cũng sẽ bắt đầu xây dựng 2 nhà máy tại mỗi nước. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu photpho vàng và axitphoric điện tử (TPA) của DGC từ thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan sẽ tăng 40% svck trong năm 2022 khi DGC gần như đang độc quyền khẩu photpho và các dẫn xuất của photpho tại Hàn Quốc cũng như chiếm 40% thị phần tại Nhật Bản.

Dây chuyền sản xuất axit cấp điện tử dự kiến chạy 80% công suất trong 2022

Trong 2021, DGC đã đưa vào hoạt động dây chuyền sản xuất axit cấp điện tử với công suất 90.000 tấn/năm (tổng mức đầu tư là 66 tỷ đồng). Trong Q4/21, DGC đã chạy thử dây chuyền thành công và đưa vào vận hành thương mại. Axit cấp điện tử là acid phosphoric cấp cao nhất, có biên LN gộp cao nhất và yêu cầu nguyên liệu đầu vào tinh khiết nhất. Sản phẩm này được dùng trong sản xuất vi mạch điện tử, chất bán dẫn và màn hình LCD. Do đó, nhu cầu axit cấp điện tử được ước tính tăng trưởng theo đà tăng của ngành điện thoại, điện tử, điện máy. Tuy nhiên, DGC sẽ phải cạnh tranh khá gay gắt với các sản phẩm từ Trung Quốc. Mặc dù bị cạnh tranh, chúng tôi cho rằng việc các nước Châu Á (Hàn Quốc, Indonesia, Nhật, Trung Quốc) dần trở thành nước sản xuất và lắp ráp các mặt hàng điện tử cùng với đà tăng trưởng của ngành này sẽ giúp tăng nhu cầu axit cấp điện tử trong tương lai. Theo ban lãnh đạo, nhà máy này có thể vận hành với 80% công suất ngay trong năm 2022 nhờ đã có đối tác tại Hàn Quốc đặt mua.

Hình 24: Doanh thu từ axitphosphoric đạt tăng trưởng kép 19,4% trong 2020-26 (đơn vị: tỷ đồng)



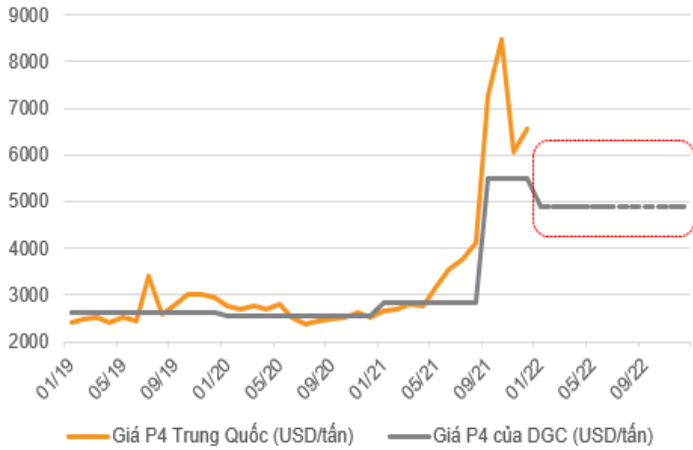
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi dự báo mảng photpho vàng và TPA tăng 68.3% svck trong 2022 trước khi sụt giảm trong 2023

Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng photpho vàng và TPA của DGC trong 2022 đạt 8.736 tỷ đồng, tăng 68,3% svck nhờ 1) kỳ vọng giá photpho vàng tiếp tục tăng 35,8% svck do thiếu hụt nguồn cung tại Trung Quốc và các nước và 2) dây chuyền TPA cấp điện tử mới kỳ vọng chạy 80% công suất trong 2022 nhờ nhu cầu tăng cao về sử dụng chip bán dẫn và thiết bị 5G.

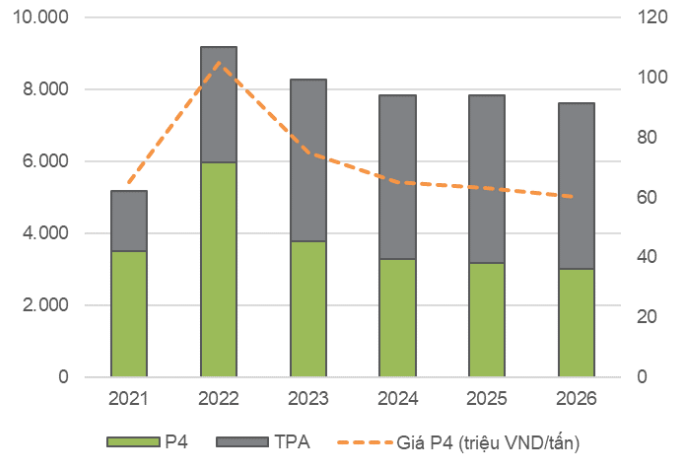
Chúng tôi cho rằng giá photpho vàng sẽ điều chỉnh giảm 20,3% svck trong 2023 khi các nhà máy tại Trung Quốc dần đi vào hoạt động trở lại cũng như những nhà máy sản xuất chip bán dẫn bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2023. Qua đó ảnh hưởng đến doanh thu của DGC ở mảng photpho vàng và TPA. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng photpho vàng và TPA giảm 8,1% và 2,1% svck trong 2023 và 2024.

Hình 25: Chúng tôi kỳ vọng giá bán photpho vàng của DGC đạt mức 4.900USD/tấn trong 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 26: Doanh thu từ P4 tăng 70,5 svck trong 2022 (Đơn vị: tỷ đồng)



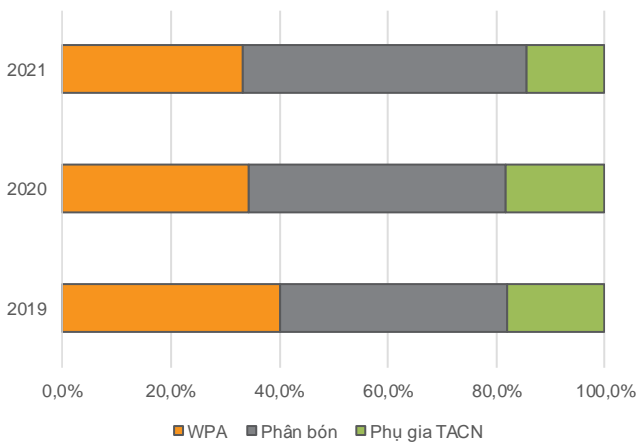
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Màng axit photphoric trích ly (WPA), phân bón và TACN – Hưởng lợi từ thuế bảo hộ của Chính phủ

Doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam sản xuất được phân phức hợp MAP

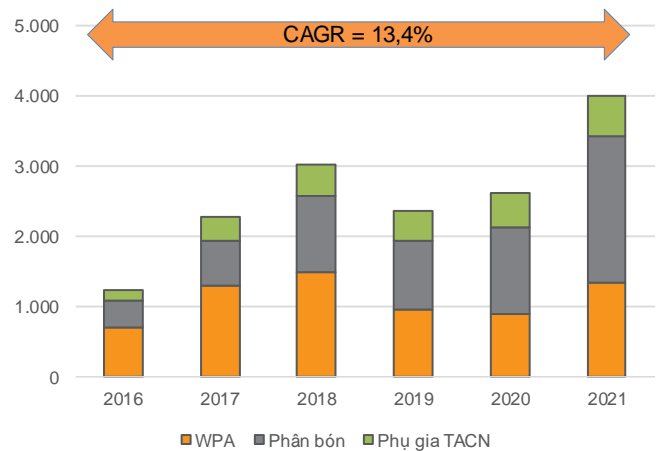
DGC chủ yếu xuất khẩu WPA tới các thị trường châu Á lân cận như Ấn Độ và Philippines do chi phí vận chuyển cao và khó cạnh tranh với các nước tại khu vực Bắc Phi. Doanh thu trong nước chỉ chiếm khoảng 10-15% doanh thu WPA với các khách hàng lớn là các nhà sản xuất phân lân hóa học. DGC sẽ linh hoạt điều chỉnh cơ cấu sản xuất giữa WPA và các sản phẩm dẫn xuất nông nghiệp của công ty dựa theo điều kiện thị trường. WPA là nguyên liệu đầu vào chính cho các loại phân bón như MAP, DAP và phân bón NPK hóa học cũng như các chất phụ gia TACN photphat. Hiện hơn 50% khối lượng WPA hàng năm của công ty hiện được chế biến tại chỗ thành phân bón và phụ gia TACN. DGC hiện là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sản xuất được phân phức hợp MAP (12% N, 61% P). Đây là loại phân bón chứa hàm lượng photpho cao, hàng năm phải nhập khẩu để bù đắp thiếu hụt nhu cầu trong nước.

Hình 27: Phân bón chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất trong mảng WPA



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 28: Doanh thu mảng WPA và dẫn xuất 2021 tăng 79,1% svck (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Doanh thu mảng WPA, phân bón và phụ gia TACN đạt mức độ tăng trưởng kép 13,4% trong 2016-21 trong đó đóng góp chủ yếu đến từ mảng WPA, chiếm 45%-50% trong 2018-20. Tuy nhiên doanh thu mảng phân bón đã tăng trưởng đột biến trong năm 2021, đạt 1.831 tỷ đồng (+79,1% svck) nhờ nhu cầu tăng mạnh về phân bón từ cả thị trường trong nước và nội địa và đóng góp doanh thu mảng phân DAP mới đã đưa vào hoạt động từ Q4/20.

Phân DAP là động lực tăng trưởng chính của mảng phân bón trong 2022-26 nhờ hưởng lợi từ thuế bảo hộ của Chính phủ

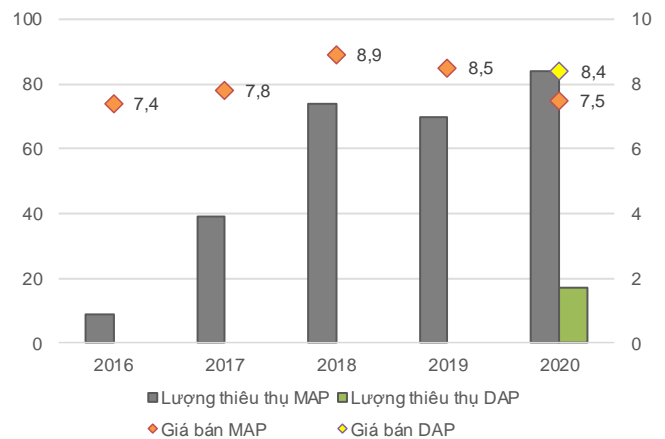
DGC thường sản xuất MAP và phân supe lân. Tuy nhiên, vào cuối năm 2020, công ty đã chi 80 tỷ đồng để đầu tư công suất phân bón NPK và DAP mới. Phân MAP và phân supe lân của DGC chủ yếu được các nhà sản xuất phân bón sử dụng để sản xuất NPK. Các loại phân đa dinh dưỡng như NPK và DAP là loại phân bón "dùng ngay", thuận tiện hơn so với MAP và supe lân vì chúng không cần khuấy trộn thêm để sử dụng. Công suất thiết kế của dây chuyền này lên đến 100.000 tấn/năm và có thể được chuyển đổi giữa DAP và NPK. DGC sẽ tập trung sản xuất phân DAP nhờ thị trường DAP và MAP trong nước đang được hưởng thuế bảo hộ nhập khẩu. Các loại phân bón DAP, MAP chủ yếu được nhập khẩu từ Trung Quốc với giá rẻ, khiến sản phẩm trong nước có chi phí sản xuất cao bị kém cạnh tranh. Từ năm 2017, thuế tự vệ được áp dụng với các mặt hàng phân bón trên để bảo hộ ngành sản xuất trong nước.

Hình 29: Thuế bảo hộ của MOIT đối với phân bón DAP và MAP

Giai đoạn	Thuế bảo hộ
19/03/17-06/03/18	1.128.531 đồng/tấn
07/03/18-06/03/19	1.128.531 đồng/tấn
07/03/19-06/03/20	1.072.104 đồng/tấn
07/03/20-06/03/21	1.050.662 đồng/tấn
07/03/21-06/03/22	1.029.219 đồng/tấn
07/03/22-06/09/22	1.007.778 đồng/tấn

Nguồn: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Sản lượng MAP và DAP đạt lần lượt 84 triệu tấn (+20% svck) và 17 triệu tấn trong năm 2020 (Đơn vị: triệu tấn/năm)



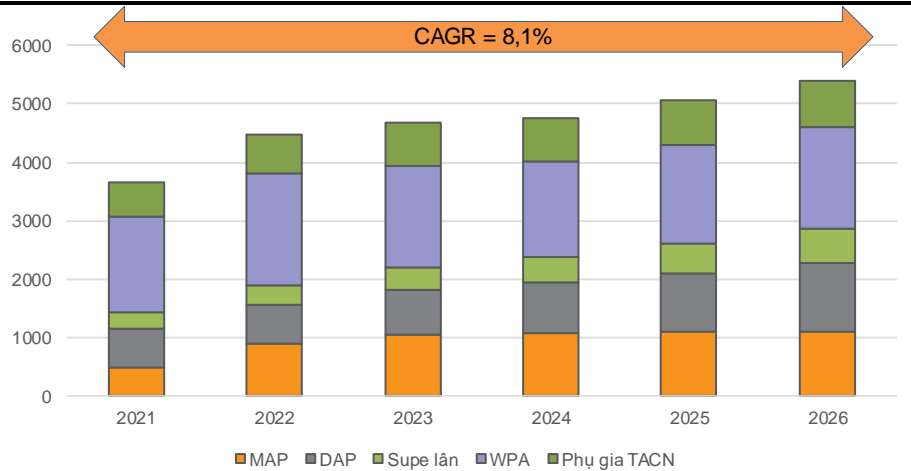
Nguồn: DGC, VNDIRECT RESEARCH

Theo Ban lãnh đạo, DGC sẽ tập trung vào phân khúc DAP cao cấp. DAP của DGC có tỷ lệ dinh dưỡng N-P trên mỗi kg (18%-46%) cao hơn DAP sản xuất trong nước (tối đa 15% - 45%). Tính đến hiện tại, DAP với chất lượng như vậy chỉ đến từ nhập khẩu. Với lợi thế về chất lượng này và quy mô thị trường lớn hơn nhiều của DAP so với MAP, chúng tôi kỳ vọng DAP sẽ là động lực tăng trưởng chính của mảng phân bón và phụ gia TACN trong 2022-2026.

Chúng tôi kỳ vọng DT từ mảng phân bón và phụ gia TACN đạt tốc độ tăng trưởng kép 8,1%

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng phân bón của DGC sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 14,2% trong giai đoạn 2021-26 nhờ đóng góp lớn hơn từ mảng phân DAP. Chúng tôi tin rằng mảng DGC sẽ mở rộng mảng phân DAP tại thị trường nội địa và Ấn Độ do chất lượng sản phẩm tốt hơn và ít đối thủ cạnh tranh tại thị trường này. Trong khi đó mảng phụ gia TACN được kỳ vọng sẽ duy trì mức tăng trưởng doanh thu 5-7% trong 2022-26 nhờ đã có đơn đặt hàng ổn định từ những khách hàng lớn như CP và Newhope. Chúng tôi cho rằng doanh thu từ WPA sẽ đi ngang trong 2022-26 khi DGC sẽ ưu tiên sử dụng WPA để sản xuất phân DAP và MAP.

Hình 31: Doanh thu từ mảng phân bón kỳ vọng đạt tăng trưởng kép 8,1% trong 2021-26 (Đơn vị: tỷ đồng)



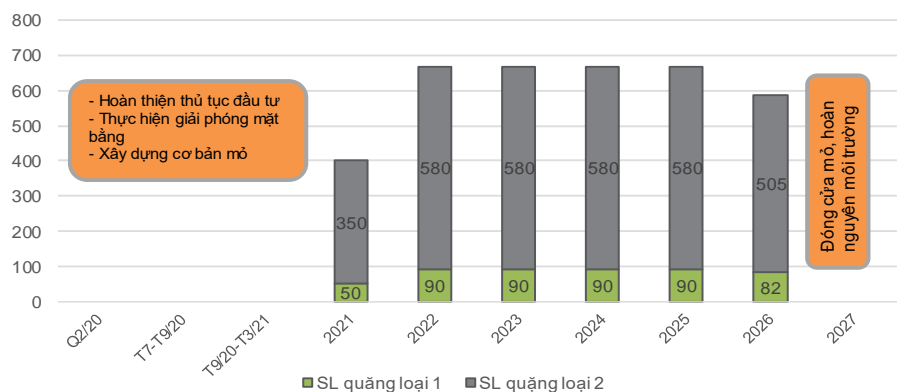
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Các dự án đầu tư mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn

Dự án khai trường 25 giúp DGC có thể tự chủ quặng Apatit trong 6 năm kể từ 2021

Tháng 1/20, DGC được tỉnh Lào Cai chấp thuận đầu tư dự án khai thác quặng Apatit tại khai trường 25 (huyện Bát Xát, tỉnh Lào Cai). Dự án có tổng vốn đầu tư là 210 tỷ đồng từ nguồn vốn đầu tư phát triển. Dự án khai trường 25 – giai đoạn 1 có diện tích 36,5ha với tổng trữ lượng quặng Apatit thăm dò được khoảng 3,67 triệu tấn. Thời gian thực hiện dự án là 7 năm kể từ ngày xây dựng cơ bản mở, trong đó: xây dựng mỏ (0,5 năm), khai thác ổn định (5,5 năm), đóng cửa mỏ và hoàn nguyên môi trường (1 năm). Đưa dự án vào khai thác, DGC có khả năng tự chủ đủ nguyên liệu sản xuất trong 06 năm từ năm 2021. Ước tính ~70% sản lượng quặng Apatit khai thác được sử dụng vào sản xuất phốt pho vàng và các sản phẩm gốc phốt pho. Sản lượng quặng còn lại được bán cho các doanh nghiệp sản xuất hóa chất trong nước. Chúng tôi kỳ vọng việc tự chủ quặng Apatit thay vì mua quặng apatit từ các công ty khác tại Việt Nam sẽ giúp DGC tiết kiệm 20-30% chi phí mua quặng, qua đó cải thiện biên LN gộp của DGC trong giai đoạn 2022-26.

Hình 32: Dự án khai trường 25 giúp DGC tiết kiệm 20-30% chi phí mua quặng (Đơn vị: nghìn tấn)



Nguồn: DGC, VNDIRECT RESEARCH

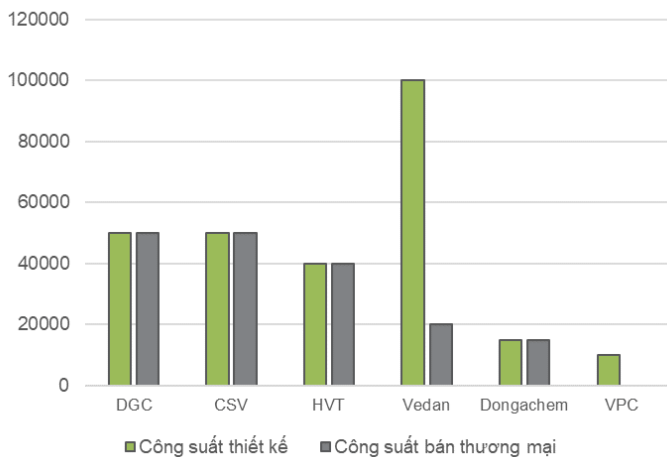
Siêu dự án Chlor-alkali-vinyl – Nghi Sơn là động lực tăng trưởng dài hạn cho DGC

Nguồn cung xút trong nước mới chỉ đáp ứng hơn 40% nhu cầu tiêu thụ

Tổng công suất sản xuất xút của Việt Nam là 189 nghìn tấn/năm hiện chỉ đáp ứng khoảng 40-50% nhu cầu sử dụng trong nước (theo CSV). Do đó, trong những năm gần đây Việt Nam phụ thuộc nhiều xút nhập khẩu (chủ yếu từ Trung Quốc và Đài Loan). Xút được ứng dụng rộng rãi trong ngành công nghiệp giấy, dệt may, chất tẩy rửa, nhôm, xử lý nước.

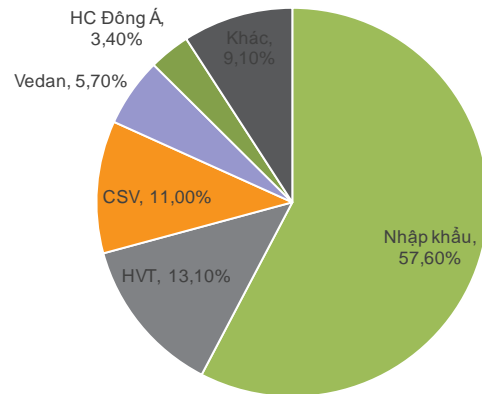
Tại thị trường nội địa, các công ty đương nhiệm bao gồm các DNNN với quy mô công suất hạn chế hoặc các nhà sản xuất tư nhân với sản lượng thương mại nhỏ tại miền Nam, trong đó CT TNHH Vedan Việt Nam (nhà sản xuất gia vị thực phẩm Đài Loan) và CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam (CSV VN) là những nhà sản xuất hóa chất Chlor-alkali-vinyl duy nhất. Trong khi Vedan có công suất sản xuất lớn hơn, phần lớn sản lượng của Vedan được sử dụng nội bộ. Còn CSV - công ty con của Vinachem - đã hoạt động hết công suất. Tình trạng tương tự cũng xảy ra với CTCP Hóa chất Việt Trì (HVT VN), là nhà sản xuất lớn nhất miền Bắc và là một công ty con khác của Vinachem.

Hình 33: DGC trở thành nhà sản xuất Chlor-alkali-vinyl thương mại lớn nhất Việt Nam vào 2025 (đơn vị: tấn/năm)



Nguồn: CSV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: Phần lớn sản phẩm Chlor-alkali-vinyl đều được nhập khẩu từ Trung Quốc



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Dự án Chlor-alkali-vinyl (CAV) sẽ đưa DGC lên vị trí hàng đầu trong ngành công nghiệp Chlor-alkali-vinyl của Việt Nam

Dự án Nghi Sơn có kế hoạch bao gồm hai giai đoạn sẽ được tiến hành trong 6 năm 2022-28 theo và bao gồm tổng vốn XDCB là 12.000 tỷ đồng.

- Trong giai đoạn 1 sắp tới, vốn tự có của tập đoàn khoảng 5.500 tỷ đồng, chiếm 55% vốn đầu tư cho giai đoạn 1, trong đó 3.000 tỷ đồng sẽ góp trong năm sau từ nguồn lợi nhuận để lại. 2.500 tỷ còn lại sẽ góp tiếp từ nguồn lợi nhuận để lại hoặc phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu.
- Giai đoạn 1 được hoàn thành sẽ đưa DGC lên vị trí đứng đầu trong ngành công nghiệp Chlor-alkali-vinyl của Việt Nam về năng lực thương mại và mức độ tích hợp. Ngoài ra, điều này sẽ giúp DGC có thể hưởng lợi từ ngành xây dựng Việt Nam thông qua sản xuất nhựa PVC. Hiện tại, các nhà sản xuất PVC tích hợp nhất ở Việt Nam mới chỉ sản xuất được nhựa PVC từ nguyên liệu monome nhập khẩu. Theo DGC, dự án CAV Nghi Sơn khi hoạt động với 100% sẽ mang lại 8.700 tỷ đồng DT và 1.800 tỷ đồng LN ròng hằng năm cho DGC.

- Giai đoạn 2 với vốn đầu tư 2.000 tỷ đồng chủ yếu sản xuất các sản phẩm từ bột nhựa PVC và bột nhẹ CaCO₃.

Hình 35: Kế hoạch của DGC tại dự án Chlor-alkali-vinyl Nghi Sơn

Giai đoạn 1	Kế hoạch
09/20-12/21	Chuẩn bị các thủ tục xin cấp phép đầu tư, ĐTM, phòng cháy chữa cháy, phê duyệt thiết kế cơ sở
Q1/22	Khởi công xây dựng
Q1/22-T6/23	Xây dựng nhà xưởng và các công trình phụ trợ
T6/23-T9/24	Lắp đặt các thiết bị hoàn chỉnh nhà máy
T10/24-T12/24	Chạy thử nghiệm nhà máy và bàn giao nhà máy
2025	Vận hành chạy thương mại

Nguồn: DGC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 36: Kế hoạch DGC cho GD 1 của dự án Nghi Sơn

Sản phẩm	Công suất thiết kế (tấn /năm)	Ứng dụng
Giai đoạn 1		
Xút NaOH quy đặc 100%	150.000	Giấy, dệt nhuộm, xử lý nước
Nhựa PVC	150.000	Hoàn thiện kim loại
PAC	30.000	Xử lý nước
Javel	10.000	Tẩy trắng
Bột tẩy trắng Ca(OCl) ₂	34.000	Xử lý nước, khử trùng, tẩy trắng
Cloramin B	1.000	Khử trùng
Axit clohydric - HCl 31%	15.000	Xử lý nước, tẩy gỉ thép
Giai đoạn 2		
Bột nhẹ PVC và bột nhẹ CaCO ₃	N/a	Khử trùng, làm giấy

Nguồn: DGC, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động của giai đoạn 1 sẽ lần lượt đạt 50% và 75% trong năm 2025 và 2026. Theo DGC, các dây chuyền sản xuất đầu tiên của dự án này có thể bắt đầu hoạt động vào đầu năm 2025. Chúng tôi dự phóng doanh thu của Giai đoạn 1 là 3.400/4.500 tỷ đồng trong năm 2025/26, tương ứng 25,5%/30,1% tổng doanh thu. Chúng tôi dự báo biên LN gộp trung bình của Chlor-alkali-vinyl sẽ đạt 25% trong giai đoạn 2025-2026, tương đương với biên LN gộp của CSV và HVT (27%) khi vận hành toàn bộ công suất.

Dự phóng KQKD của DGC giai đoạn 2022-23

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng của DGC 2022 sẽ tăng trưởng 48,0%/73,1% svck nhờ

- Doanh thu từ photpho vàng tăng 70,5% svck do chúng tôi cho rằng DGC vẫn sẽ tiếp tục ưu tiên bán sản phẩm này nhờ hưởng lợi từ giá bán tiếp tục tăng mạnh trong 2022.
- Doanh thu từ axit photphoric (TPA và WPA) tăng 55,1% svck nhờ dây chuyền TPA điện tử dự kiến sẽ chạy tối đa công suất trong 2022 nhờ nhu cầu chất bán dẫn hứa hẹn vẫn sẽ tăng mạnh trong 2022.
- Doanh thu từ phân bón và phụ gia TACN tăng 27,5% svck nhờ đóng góp từ nhà máy sản xuất phân DAP công suất 50.000 tấn mới (chiếm 24,7% doanh thu của mảng này) và nhu cầu phân bón tăng mạnh tại thị trường nội địa.
- Biên LNG tăng 6 điểm % nhờ giảm chi phí mua quặng apatit từ dự án Khai trường 25 và giá bán photpho vàng tăng.

Chúng tôi dự báo doanh thu và LN ròng của DGC lần lượt giảm 2,7%/11,7% svck trong năm 2023 do:

- Doanh thu từ photpho vàng giảm 36,6% svck trong 2023 do chúng tôi cho rằng giá photpho vàng sẽ giảm về mức 70 triệu đồng/tấn vào 2023 khi sự thiếu hụt chất bán dẫn sẽ được khắc phục khi các nhà máy sản xuất mới sẽ hoàn thành trong cuối năm 2022 và các nhà máy sản xuất photpho tại Trung Quốc sẽ hoạt động trở lại bình thường Q3/22.
- Doanh thu từ phân bón và phụ gia TACN tăng 13,8% svck nhờ tăng trưởng từ mảng phân dùng ngay (DAP và MAP) (tăng 12,5% svck) nhờ hưởng lợi từ thuế bảo hộ của Chính phủ.

- Mạng kinh doanh khác sẽ tăng 28,5% nhờ đóng góp từ mảng bất động sản Đức Giang Residence. Chúng tôi kỳ vọng DGC sẽ ghi nhận doanh thu 400 tỷ đồng trong 2022/2023.
- Biên LNG giảm 3,1 điểm % trong 2023 do giảm giá photpho vàng trong năm 2023.

Hình 37: Dự báo của VNDirect cho DGC trong giai đoạn 2022-23

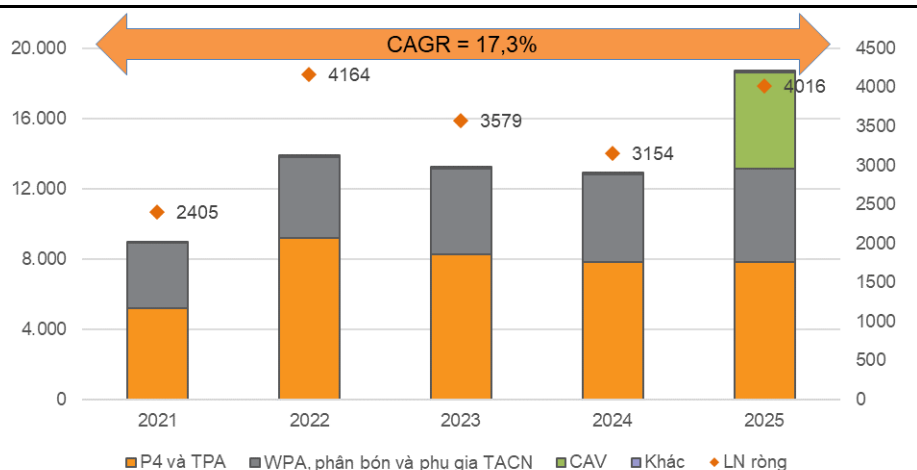
Đơn vị (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Sản lượng (tấn)				
P4	50	54	63	50
Axit photphoric (TPA)	32	60	104	133
WPA	145	160	162	158
Doanh thu thuần	6.236	9.567	14.200	13.633
% svck	23%	53%	48%	-4%
Photpho vàng	2.939	3.510	5.985	3.780
Axit photphoric (TPA)	625	1.680	3.192	4.492
WPA , phân bón và phụ gia TACN	2.393	3.713	4.646	4.876
Khác	279	664	377	485
% Doanh thu				
Photpho vàng	47,1%	36,7%	42,1%	27,7%
Axit photphoric	10,0%	17,6%	22,5%	33,0%
Phân bón và Phụ gia TACN	38,4%	38,8%	32,7%	35,8%
Khác	4,5%	6,9%	2,7%	3,6%
LNG	1141	1603	1897	2105
Biên LNG	23,7%	33,4%	39,4%	35,7%
CPBH và CPQLDN	(493)	(640)	(1065)	(1023)
CPBH và CPQLDN/DT	7,9%	6,7%	7,5%	7,5%
LN trước thuế	1001	2654	4627	3977
Thuế	(53)	(123)	(245)	(211)
LN ròng	907	2405	4164	3579
EPS	6.095	14.059	24.339	20.920
% svck	-30%	131%	73%	-14%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

2023 và 2024 là bước lấy đà để DGC bứt phá trong 2025

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng của DGC sẽ chuyển mình bứt phá trong 2025 khi siêu dự án CAV sẽ chạy thương mại vào Q1/25. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng của DGC sẽ lần lượt tăng 51,3% và 35,6% svck, đạt 18.148 tỷ đồng và 3.857 tỷ đồng.

Hình 41: Doanh thu của DGC sẽ đạt mức tăng trưởng 17,3% trong 2021-25

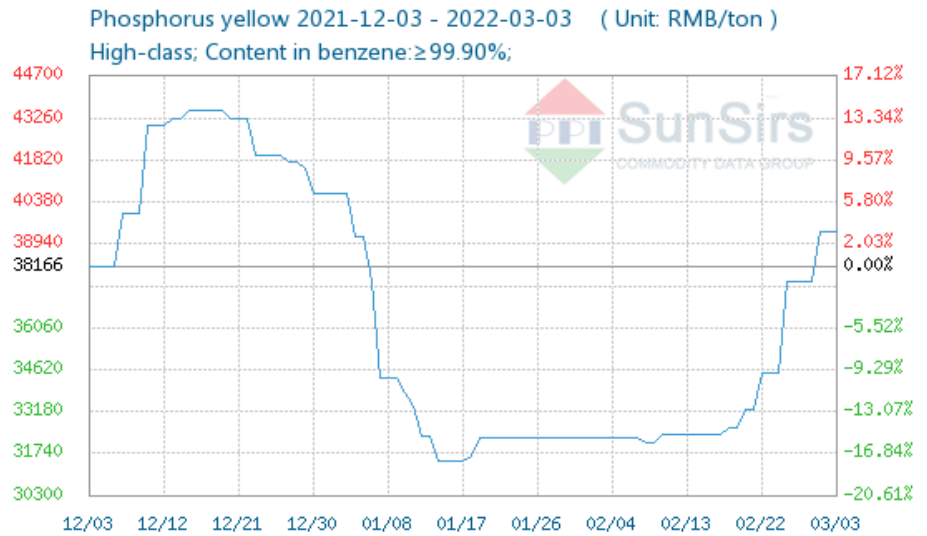


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Rủi ro đầu tư

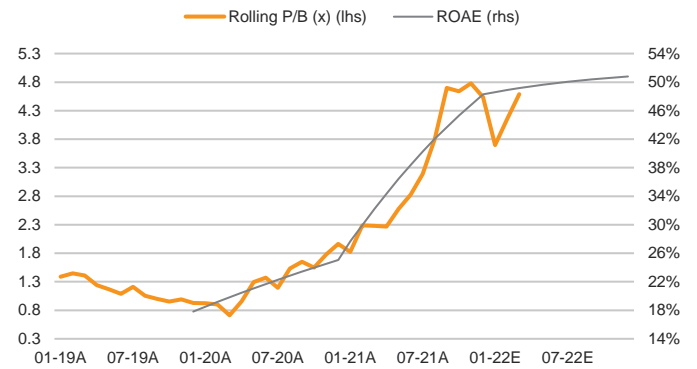
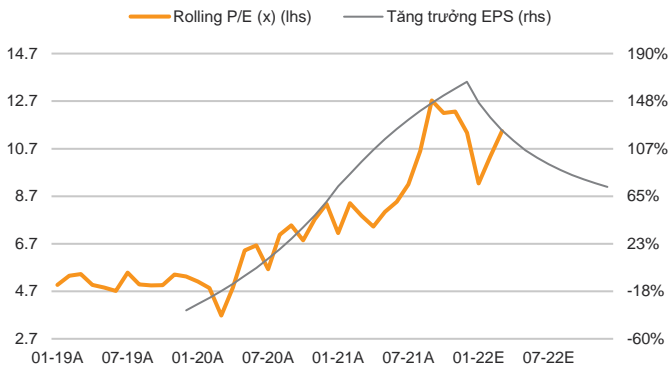
Giá photpho vàng đang biến động mạnh theo diễn biến căng thẳng giữa Nga – Ukraine. Chúng tôi cho rằng nếu như vấn đề xung đột giữa hai nước tạm lắng xuống và tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng có thể giải quyết thì giá photpho vàng có thể sẽ bình ổn trở lại và thấp hơn mức dự phóng của chúng tôi. Thêm vào đó, giá cổ phiếu DGC có thể chịu áp lực bán ngắn hạn khi Tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinachem) đã đăng ký bán 6 triệu cổ phiếu từ 03/03/22 đến 21/03/22, tương ứng 3,53% vốn điều lệ.

Hình 42: Giá photpho vàng tại Trung Quốc đang tăng trở lại kể từ tháng 2/2022 (đơn vị RMB/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	9.567	14.200	13.633
Giá vốn hàng bán	(6.369)	(8.611)	(8.771)
Chi phí quản lý DN	(137)	(185)	(177)
Chi phí bán hàng	(503)	(880)	(845)
LN hoạt động thuần	2.559	4.524	3.840
EBITDA thuần	2.345	4.322	3.476
Chi phí khấu hao	213	202	364
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.559	4.524	3.840
Thu nhập lãi	171	205	246
Chi phí tài chính	(68)	(130)	(137)
Thu nhập ròng khác	(7)	28	27
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	2.654	4.627	3.976
Thuế	(123)	(245)	(211)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(126)	(217)	(187)
LN ròng	2.405	4.164	3.579
Thu nhập trên vốn	2.405	4.164	3.579
Cổ tức phổ thông	(237)	(302)	(355)
LN giữ lại	2.169	3.862	3.224

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	124	1.093	2.337
Đầu tư ngắn hạn	3.632	2.179	1.307
Các khoản phải thu ngắn hạn	781	1.713	1.645
Hàng tồn kho	1.208	1.812	2.174
Các tài sản ngắn hạn khác	81	168	161
Tổng tài sản ngắn hạn	5.825	6.965	7.625
Tài sản cố định	2.145	6.612	8.931
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	368	450	432
Tổng tài sản	8.339	14.027	16.988
Vay & nợ ngắn hạn	842	2.045	1.963
Phải trả người bán	505	172	175
Nợ ngắn hạn khác	659	776	996
Tổng nợ ngắn hạn	2.006	2.993	3.134
Vay & nợ dài hạn	0	800	900
Các khoản phải trả khác		(429)	(534)
Vốn điều lệ và	1.711	1.711	1.711
LN giữ lại	2.923	6.593	9.461
Vốn chủ sở hữu	6.053	10.336	13.051
Lợi ích cổ đông thiểu số	280	326	436
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.339	14.027	16.988

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	2.654	4.627	3.976
Khấu hao	202	364	650
Thuế đã nộp	(123)	(245)	(211)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
Thay đổi VLĐ	(136)	(1.027)	(182)
LC tiền thuần HKĐK	2.597	3.718	4.233
Đầu tư TSCĐ	(217)	(4.178)	(3.178)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	49	205	246
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(2.039)	1.732	279
LC tiền từ HĐĐT	(2.207)	(2.241)	(2.653)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(301)	(738)	(247)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(11)	532	546
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(237)	(302)	(355)
LC tiền thuần HĐTC	(548)	(508)	(56)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	282	124	1.093
LC tiền thuần trong năm	(158)	969	1.524
Tiền & tương đương tiền cuối kì	124	1.093	2.617

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	25,1%	29,3%	26,3%
Vòng quay TS	1,35	1,27	0,88
ROAA	33,8%	37,2%	23,1%
Đòn bẩy tài chính	1,43	1,36	1,33
ROAE	48,3%	50,8%	30,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	24,0	39,9	39,9
Số ngày nắm giữ HTK	69,2	76,8	90,5
Số ngày phải trả tiền bán	28,9	7,3	7,3
Vòng quay TSCĐ	4,39	3,24	1,75
ROIC	33,5%	30,8%	21,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,9	2,3	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	2,3	1,7	1,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,9	1,1	1,2
Vòng quay tiền	64,3	109,4	123,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	53,4%	48,4%	(4,0%)
Tăng trưởng LN từ HKĐK	159,3%	76,8%	(15,1%)
Tăng trưởng LN ròng	165,3%	73,1%	(14,1%)
Tăng trưởng EPS	165,3%	73,1%	(14,1%)

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Hào – Chuyên viên Phân tích

Email: hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>