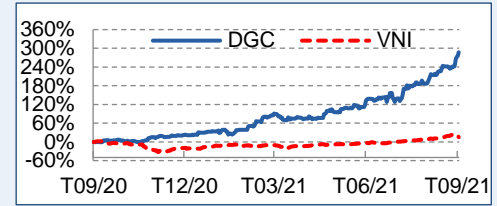


Ngành	Hóa chất		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	16/09/2021	Tăng trưởng DT	22,5%	58,1%	23,3%	-4,9%
Giá hiện tại	132.700VND	Tăng trưởng EPS	55,3%	105,8%	50,7%	-0,9%
Giá mục tiêu	170.100VND	Tăng trưởng EPS*	56,7%	104,0%	43,5%	-1,0%
Giá mục tiêu gần nhất	119.500VND	Biên LN gộp	23,7%	26,9%	30,7%	32,4%
TL tăng	+28,2%	Biên LN ròng	14,5%	18,9%	23,1%	24,1%
Lợi suất cổ tức	2,5%	EV/EBITDA	17,5x	9,7x	6,7x	6,5x
Tổng mức sinh lời	+30,7%	P/E*	26,4x	12,9x	9,0x	9,1x



		DGC	Peers	VNI	
GT vốn hóa	978,6tr USD				
Room KN	393,2tr USD	P/E* (trượt)	22,8x	10,8x	16,5x
GTGD/ngày (30n)	4,8tr USD	P/B (hiện tại)	4,9x	1,4x	2,6x
Cổ phần Nhà nước	8,9%	Nợ ròng/CSH	-16,7%	15,8%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	171,1 tr	ROE (trượt)	25,2%	11,8%	16,1%
Pha loãng	171,1 tr	ROA (trượt)	18,0%	6,2%	2,6%
PEG 3 năm	0,6	* EPS cốt lõi không bao gồm lợi nhuận từ BĐS			

Tổng quan công ty

Tập đoàn Hóa chất Đức Giang là nhà sản xuất và xuất khẩu hàng đầu về photpho vàng, axit photphoric, phân lân và phụ gia TACN photphat tại Việt Nam. DGC hiện đang đa dạng hóa kinh doanh sang sản xuất hóa chất xút clo cơ bản. Các mảng kinh doanh khác của công ty bao gồm bột giặt và hóa chất thí nghiệm.

Bùi Xuân Vinh
Chuyên viên

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

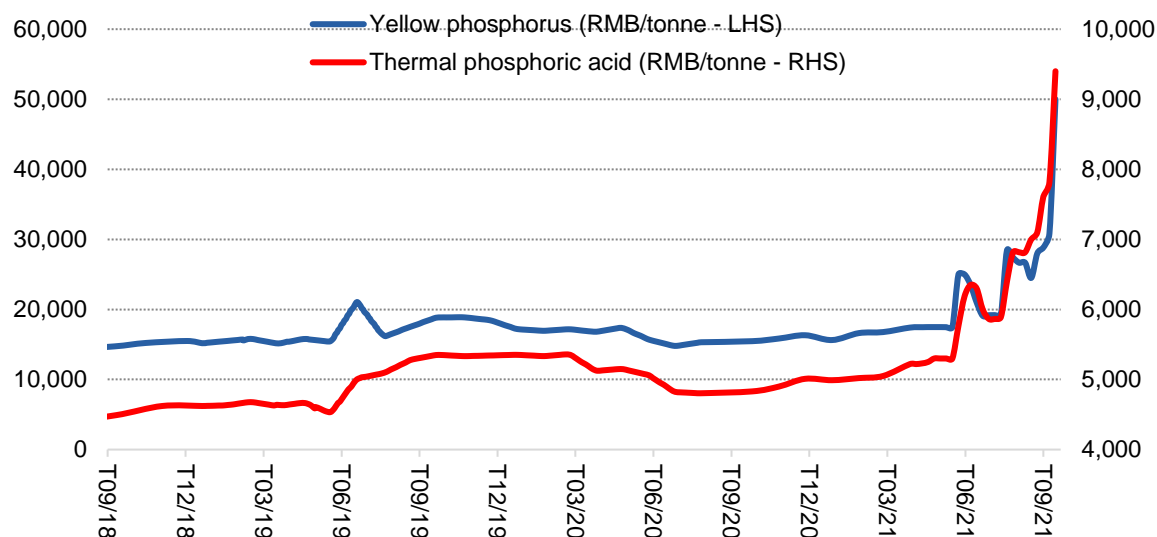
Giá hóa chất photpho tăng vọt chấp cánh cho lợi nhuận

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu lên 42% dành cho CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) khi chúng tôi nâng dự phóng EBITDA cốt lõi giai đoạn 2021-2023 (không bao gồm đóng góp từ mảng bất động sản) lên 22% và cập nhật giá mục tiêu đến cuối năm 2022.
- Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận do giá hóa chất photpho đã tăng vọt cao hơn dự kiến - đặc biệt là hóa chất công nghiệp – giá đầu vào cũng tăng cao nhưng chỉ bù lại một phần.
- Theo số liệu từ Liên đoàn Công nghiệp Hóa chất và Dầu mỏ Trung Quốc, chỉ trong nửa đầu tháng 9 năm 2021, giá photpho vàng (P4) của Trung Quốc đã tăng gấp đôi, còn giá axit photphoric nhiệt (TPA) của Trung Quốc cũng tăng 40%. Các đợt tăng giá này là do (1) các hạn chế nghiêm ngặt của Trung Quốc đối với tiêu thụ năng lượng và các tiêu chuẩn môi trường đối với các nhà máy hóa chất và kim loại cũng như (2) giá than cốc tăng cao - một nguyên liệu chính để sản xuất hóa chất photpho.
- Chúng tôi nâng giá bán trung bình (ASP) dự phóng giai đoạn 2021-2023 (dựa trên hàm lượng photpho) lên 15%. Do giá thị trường gần đây đã tăng mạnh, chúng tôi dự báo giá bán trung bình photpho của DGC sẽ tăng 19% YoY vào năm 2022.
- Chúng tôi thận trọng cho rằng giá bán sẽ điều chỉnh một phần trong giai đoạn 2022-2023 từ mức cao kỷ lục hiện tại. Điều này khiến chúng tôi dự báo EPS không tăng trưởng năm 2023. Chúng tôi cho rằng (1) hoạt động mua đầu cơ sẽ giảm dần khi người mua đã tích trữ đủ, (2) Trung Quốc có thể giảm bớt một phần các hạn chế thắt chặt từ phía nguồn cung để đáp ứng nhu cầu trong nước đang tăng lên, (3) giá đầu vào có thể giảm xuống khi chuỗi cung ứng toàn cầu ổn định lại và (4) các Chính phủ có thể cố gắng kiềm chế giá phân bón để kiểm soát giá lương thực.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Giá bán điều chỉnh mạnh hơn dự kiến; những thay đổi trong các quy định trong nước hoặc nước ngoài về photpho - đặc biệt là về thuế xuất khẩu - sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận và khả năng cạnh tranh; các sự cố môi trường tiềm ẩn có thể làm gián đoạn hoạt động; giá điện cao hơn ở Việt Nam (một trong những chi phí đầu vào chính); rủi ro thực hiện của dự án xút-clo trong tương lai.

Chúng tôi kỳ vọng giá hóa chất photpho công nghiệp sẽ duy trì cao hơn mức trước năm 2021 nhờ nhu cầu mạnh mẽ và các chính sách môi trường nghiêm ngặt của Trung Quốc có khả năng được duy trì. Thứ nhất, ngày càng có nhiều nhu cầu về hóa chất photpho, bao gồm từ ngành sản xuất pin xe điện và chất bán dẫn. Thứ hai, sản lượng P4 của Trung Quốc đã giảm trong cả thập kỷ qua vì lý do an ninh lương thực và hạn chế tiêu thụ năng lượng/tác động đến môi trường. Tốc độ suy giảm đã tăng nhanh vào năm 2021 khi sản lượng P4 của Trung Quốc đã giảm khoảng 2/3 so với đầu năm, khiến hiệu suất hoạt động toàn ngành chỉ ở mức khoảng 10%, theo các nguồn thông tin trong ngành mà chúng tôi tổng hợp. Thứ ba, việc kiểm soát môi trường đã trở thành một trụ cột trong định hướng chính sách của Trung Quốc, bằng chứng là các mục tiêu môi trường - bao gồm cả cam kết quốc gia về trung tính carbon - được đưa ra trong Kế hoạch 5 năm lần thứ 14 của Trung Quốc cho giai đoạn 2021-2025.

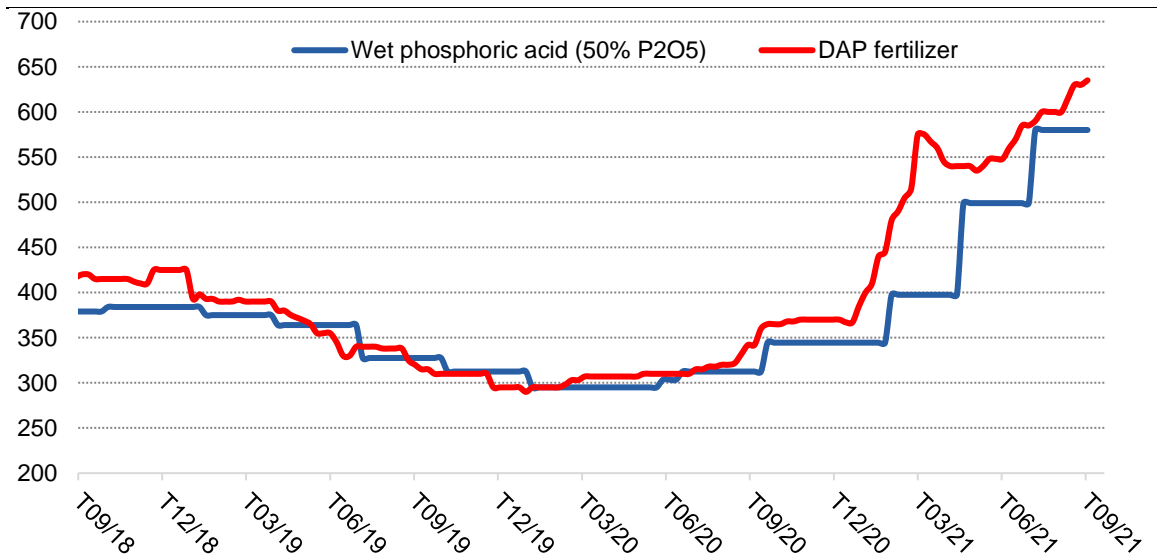
Việc nâng cấp sản phẩm của DGC đang đi đúng hướng; giá hóa chất phốt pho tăng cao cho phép sử dụng công suất P4 thực tế cao hơn. Dây chuyền TPA cấp điện tử của DGC đã được đưa vào hoạt động vào đầu tháng 9 và các dây chuyền phốt pho pentoxit và phốt pho đỏ mới của công ty sẽ được đưa vào hoạt động vào đầu năm 2022. Vì công suất hiện tại của các dòng sản phẩm này sẽ chỉ tiêu thụ tối đa 43% công suất P4 của DGC (theo chúng tôi ước tính), vẫn còn nhiều dư địa để nâng cao giá trị gia tăng của mảng phốt pho công nghiệp của DGC trong tương lai. Ngoài ra, theo DGC, giá thị trường hiện tại thậm chí có thể cho phép các nhà máy P4 của công ty hoạt động vào giờ cao điểm khi giá điện cao, điều này sẽ mở rộng công suất của nhà máy P4.

Hình 1: Giá phốt pho vàng và axit photphoric nhiệt (TPA) tại Trung Quốc



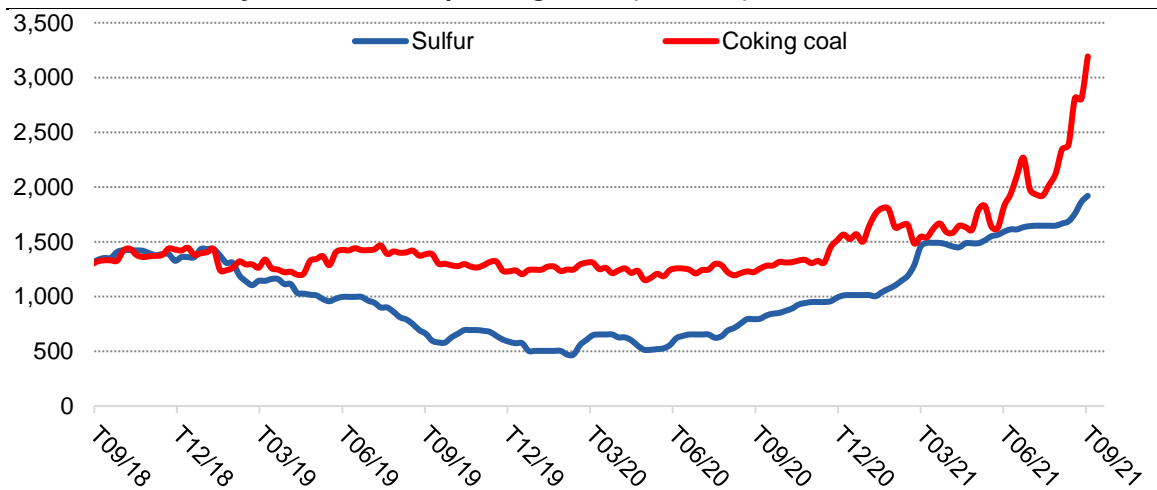
Nguồn: Liên đoàn Công nghiệp Hóa chất và Dầu mỏ Trung Quốc, VCSC;. chúng tôi lưu ý rằng giá phốt pho vàng trong khu vực thường dao động ở một mức độ nhỏ hơn so với giá của Trung Quốc vì Trung Quốc không còn xuất khẩu sản phẩm này.

Hình 2: Giá axit photphoric ướt (WPA) và giá phân bón DPA tại Ấn Độ (USD/tấn)



Nguồn: Green Market, VCSC

Hình 3: Giá lưu huỳnh và tan cốc tại Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Green Market, Bloomberg, VCSC

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CỎKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	6.236	9.857	12.156	11.566	Tiền và tương đương	282	1.401	3.091	4.774
Giá vốn hàng bán	-4.757	-7.205	-8.423	-7.819	Đầu tư TC ngắn hạn	1.558	1.558	1.558	1.558
Lợi nhuận gộp	1.479	2.652	3.733	3.747	Các khoản phải thu	848	1.341	1.654	1.573
Chi phí bán hàng	-378	-562	-631	-646	Hàng tồn kho	702	1.063	1.243	1.154
Chi phí quản lý DN	-115	-128	-154	-175	TS ngắn hạn khác	43	68	83	79
LN thuần HĐKD	986	1.962	2.947	2.926	Tổng TS ngắn hạn	3.433	5.430	7.629	9.138
Thu nhập tài chính	122	142	221	325	TS dài hạn (gộp)	3.858	4.477	5.776	7.072
Chi phí tài chính	-85	-56	-80	-129	- Khấu hao lũy kế	-1.543	-1.843	-2.180	-2.616
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-18</i>	<i>-22</i>	<i>-35</i>	<i>-80</i>	TS dài hạn (ròng)	2.315	2.634	3.596	4.456
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-22	0	0	0	TS dài hạn khác	126	199	245	233
LNTT	1.001	2.048	3.088	3.123	Tổng TS dài hạn	2.441	2.833	3.842	4.689
Thuế TNDN	-53	-123	-193	-254	Tổng Tài sản	5.874	8.263	11.470	13.827
LNST	948	1.925	2.895	2.869	Phải trả ngắn hạn	137	222	253	227
Lợi ích CĐTS	-41	-60	-85	-84	Nợ ngắn hạn	1.149	1.773	2.149	2.332
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	907	1.865	2.811	2.785	Nợ ngắn hạn khác	521	823	1.015	966
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	914	1.865	2.685	2.659	Tổng nợ ngắn hạn	1.806	2.819	3.417	3.525
EBITDA	1.254	2.261	3.284	3.362	Nợ dài hạn	0	0	720	1.189
EPS báo cáo, VND	4.981	10.249	15.443	15.302	Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.025	10.249	14.710	14.568	Tổng nợ dài hạn	0	0	720	1.189
EPS pha loãng ¹⁾ VND	5.025	10.249	14.710	14.568	Tổng nợ	1.806	2.819	4.137	4.714
DPS, VND	1.500	3.300	4.900	4.900	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	30%	32%	32%	32%	Vốn cổ phần	1.488	1.711	1.711	1.711
⁽¹⁾ Điều chỉnh cho khoản mục bất thường					Thặng dư vốn cổ phần	1.787	1.787	1.787	1.787
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F	Lợi nhuận giữ lại	1.127	2.281	4.170	5.949
Tăng trưởng					Vốn khác	-334	-334	-334	-334
Tăng trưởng doanh thu	22,5%	58,1%	23,3%	-4,9%	Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng LN từ HĐKD	66,6%	98,9%	50,2%	-0,7%	Vốn chủ sở hữu	4.067	5.444	7.334	9.113
Tăng trưởng LNTT	67,1%	104,6%	50,8%	1,1%	Tổng cộng nguồn vốn	5.874	8.263	11.470	13.827
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	56,7%	104,0%	43,5%	-1,0%	Số cp lưu hành cuối năm. tr	171,1	171,1	171,1	171,1
Khả năng sinh lời					Số cp quỹ. tr	0,0	0,0	0,0	0,0
Biên LN gộp	23,7%	26,9%	30,7%	32,4%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN từ HĐKD	15,8%	19,9%	24,2%	25,3%	Tiền đầu năm	128	282	1.401	3.091
Biên EBITDA	20,1%	22,9%	27,0%	29,1%	Lợi nhuận sau thuế	907	1.865	2.811	2.785
Biên LN ròng	14,5%	18,9%	23,1%	24,1%	Khấu hao	268	300	337	436
ROE	24,1%	39,2%	44,0%	33,9%	Thay đổi vốn lưu động	22	-491	-286	99
ROA	17,1%	26,4%	28,5%	22,0%	Điều chỉnh khác	-70	-185	-215	-155
Chỉ số hiệu quả vận hành					Tiền từ hoạt động KD	1.127	1.490	2.647	3.164
Số ngày tồn kho	57,9	44,7	50,0	55,9	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-295	-619	-1.299	-1.295
Số ngày phải thu	43,4	40,5	45,0	50,9	Đầu tư	-860	0	0	0
Số ngày phải trả	10,5	8,7	10,1	11,3	Tiền từ HĐ đầu tư	-1.155	-619	-1.299	-1.295
TG luân chuyển tiền	90,8	76,6	84,9	95,5	Cổ tức đã trả	-193	-376	-753	-838
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,9	1,9	2,2	2,6	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	414	624	376	183
CS thanh toán nhanh	1,5	1,5	1,8	2,2	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	720	469
CS thanh toán tiền mặt	1,0	1,0	1,4	1,8	Tiền từ các hoạt động TC khác	-37	0	0	0
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,3	0,3	Tiền từ hoạt động TC	183	248	343	-187
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,3	0,3	Tổng lưu chuyển tiền tệ	155	1.119	1.690	1.683
Nợ/Vốn CSH	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	Tiền cuối năm	282	1.401	3.091	4.774
Khả năng thanh toán lãi vay	54,3	89,5	83,5	36,6					

Nguồn: VCSC, DGC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Bùi Xuân Vĩnh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. 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.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.