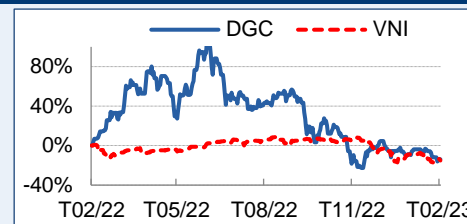


Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) [MUA +33,2%]

Cập nhật

Ngành:	Hóa chất	2022	2023F	2024F	2025F	
Ngày báo cáo:	17/02/2023	TT DT	51,2%	-34,0%	22,1%	31,0%
Giá hiện tại:	53.000VND	TT EPS	131,7%	-40,6%	17,4%	16,0%
Giá mục tiêu:	68.000VND	TT EPS*	131,7%	-40,6%	6,8%	8,9%
Giá mục tiêu gần nhất:	100.000VND	Biên LN gộp	46,8%	39,6%	40,9%	39,0%
TL tăng:	+28,3%	Biên LN ròng	38,5%	34,7%	33,3%	29,5%
Lợi suất cổ tức:	4,9%	EV/EBITDA	1,8x	3,5x	2,8x	2,2x
Tổng mức sinh lời:	+33,2%	P/E*	3,8x	6,4x	6,0x	5,5x



GT vốn hóa:	0,8 tỷ USD	DGC	Peers	VNI	
Room KN:	0,3 tỷ USD	P/E (trượt)	3,8x	9,4x	13,8x
GTGD/ngày (30n):	4,6tr USD	P/B (hiện tại)	1,9x	1,8x	1,7x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	-78,8%	53,8%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	379,8tr	ROE (trượt)	64,8%	15,9%	14,1%
Pha loãng:	379,8tr	ROA (trượt)	51,4%	10,1%	2,2%

Tổng quan công ty

Tập đoàn Hóa chất Đức Giang là nhà sản xuất hóa chất photpho hàng đầu Việt Nam phục vụ các ứng dụng nông nghiệp và điện tử. Ngoài ra, DGC dự kiến trở thành một công ty hàng đầu Việt Nam về hóa chất xút-clo-vinyl (CAV), rất quan trọng đối với ngành sản xuất và xây dựng nói chung

* EPS cốt lõi, không bao gồm lợi nhuận từ BĐS

Bùi Xuân Vinh
Chuyên viên cao cấp

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng

Cổ phiếu định giá thấp, đà giảm lợi nhuận dần chững lại

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA đối với DGC mặc dù đã giảm giá mục tiêu 32% do chúng tôi giảm dự báo EBITDA cốt lõi năm 2023/2024/2025 thêm 36%/12%/4%.
- Đối với năm 2023, chúng tôi đã giảm dự báo sản lượng bán và giá bán trung bình (ASP) lần lượt khoảng 15% và 9% do nhu cầu và giá cả hàng hóa thấp hơn dự kiến — đặc biệt từ thị trường Ấn Độ — cũng như đóng góp chậm hơn dự kiến của nguồn quặng apatit đầu vào giá rẻ mới.
- Chúng tôi dự báo LNST quý 1/2023 sẽ giảm khoảng 50% YoY và 30% QoQ do những nguyên nhân trên. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính LNST có thể phục hồi 10%-30% QoQ trong quý 2/2023 nhờ tiết kiệm chi phí từ quặng apatit mới và tiêu thụ hết hàng tồn kho đầu vào chi phí cao trong khi giá bán đi ngang.
- Định giá của DGC có vẻ hấp dẫn với P/E cốt lõi năm 2023/2024 là 6,4x/6,0x so với mức trung bình 3 năm của DGC và P/E trượt trung bình của các công ty cùng ngành lần lượt là 14,0x và 11,5x. DGC cũng có số dư tiền mặt dồi dào chiếm khoảng 50% vốn hóa thị trường. Công ty cũng không có nợ dài hạn.
- Tuy nhiên, mảng photpho của DGC đang hoạt động gần hết công suất và không thể mở rộng đáng kể do các quy định chặt chẽ. Ngoài ra, các dự án xút-clo-vinyl (CAV) và boxit của công ty sẽ không đóng góp đáng kể vào lợi nhuận cho đến giai đoạn 2025-2026.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Chênh lệch giá thị trường giảm mạnh hơn dự kiến; thay đổi chính sách xuất khẩu photpho trong và ngoài nước; giá điện đầu vào cao hơn; rủi ro triển khai của dự án CAV sắp tới; sự cố môi trường tiềm ẩn có thể làm gián đoạn hoạt động.
- Yếu tố hỗ trợ: Những phát triển tích cực tiềm năng trong dự án CAV (ví dụ: bắt đầu xây dựng vào giữa năm 2023) hoặc dự án boxit (ví dụ: phê duyệt quy hoạch tổng thể quốc gia về tài nguyên thiên nhiên).

Màng hóa chất photpho công nghiệp (IPC): Nhu cầu của Ấn Độ yếu đi ảnh hưởng đến sản lượng và giá bán IPC. Ấn Độ thường chiếm 1/3 doanh số bán IPC của DGC và khách hàng Ấn Độ thường mua các sản phẩm tầm trung/tầm thấp so với các sản phẩm cao cấp mà các khách hàng Đông Á yêu cầu. Chúng tôi ước tính rằng giá bán trung bình của photpho vàng (P4) của DGC đã giảm xuống còn 5.200 USD/tấn vào đầu năm 2022 so với mức đỉnh vào giữa năm 2022 là 6.700 USD/tấn. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng sản lượng bán IPC và chênh lệch giá lần lượt là 15% và 9% trong năm 2023, đồng thời dự báo giá bán IPC trung bình là 4.500/tấn photpho. Một công ty sản xuất P4 trung bình của Trung Quốc hòa vốn với giá bán P4 trung bình dự báo trong năm 2023 của chúng tôi. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng giá P4 sẽ không trở lại mức trước dịch COVID-19 trong ngắn hạn do Trung Quốc không còn áp dụng giá điện ưu đãi cho các nhà sản xuất P4.

Phốt phát nông nghiệp (AP): Nhu cầu giảm khiến giá giảm từ mức kỷ lục, và được bù đắp một phần nhờ sản lượng phục hồi. Theo Hiệp hội Phân bón Quốc tế, lượng tiêu thụ phân lân toàn cầu đã giảm 9% trong năm 2022 so với năm 2020 do giá phân bón đã duy trì ở mức cao trong thời gian dài nhưng có thể phục hồi 4% YoY trong năm 2023 do giá đã điều chỉnh. Giá axit photphoric trích ly (WPA) tại Ấn Độ đã giảm từ mức đỉnh vào giữa năm 2022 là 800 USD xuống còn

460 USD/tấn (hàm lượng P2O5 50%). Trong khi đó, giá nguyên vật liệu đầu vào có mức giảm thấp hơn, khiến đà giảm chênh lệch giá diễn ra nhanh hơn dự kiến của chúng tôi. Trong giai đoạn 2020-2022, doanh số bán AP của DGC giảm 15%, nhưng chỉ là phần nhỏ so với giá bán cao kỷ lục. Trong 2023, chúng tôi dự báo mức chênh lệch giá WPA của DGC sẽ giảm 40% YoY so với -12% YoY trong dự báo trước đây, được bù đắp một phần nhờ sản lượng bán AP phục hồi 10%.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	14.444	9.531	11.641	15.247	Tiền và tương đương	1.435	1.201	562	3.864
Giá vốn hàng bán	-7.677	-5.759	-6.880	-9.300	Đầu tư TC ngắn hạn	7.571	7.000	5.000	5.000
Lợi nhuận gộp	6.767	3.772	4.761	5.947	Các khoản phải thu	916	1.175	1.435	1.880
Chi phí bán hàng	-624	-613	-742	-895	Hàng tồn kho	918	850	1.015	1.372
Chi phí quản lý DN	-148	-124	-170	-229	TS ngắn hạn khác	55	65	80	105
LN thuần HĐKD	5.995	3.035	3.849	4.823	Tổng TS ngắn hạn	10.896	10.291	8.093	12.221
Thu nhập tài chính	533	733	644	453	TS dài hạn (gộp)	3.087	7.305	12.386	12.493
Chi phí tài chính	-150	-67	-83	-106	- Khấu hao lũy kế	-2.072	-2.385	-2.720	-3.199
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-5</i>	<i>-37</i>	<i>-44</i>	<i>-57</i>	TS dài hạn (ròng)	1.015	4.920	9.666	9.294
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-5	0	0	0	TS dài hạn khác	1.405	192	235	308
LNTT	6.373	3.701	4.410	5.170	Tổng TS dài hạn	2.419	5.112	9.901	9.602
Thuế TNDN	-335	-185	-282	-432	Tổng Tài sản	13.316	15.404	17.994	21.823
LNST	6.038	3.516	4.128	4.738	Phải trả ngắn hạn	243	167	207	284
Lợi ích CĐTS	-473	-211	-248	-237	Nợ ngắn hạn	468	1.343	1.622	2.146
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	5.566	3.305	3.880	4.501	Nợ ngắn hạn khác	1.769	1.168	931	1.220
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	5.566	3.305	3.551	3.882	Tổng nợ ngắn hạn	2.481	2.678	2.760	3.649
EBITDA	6.291	3.348	4.184	5.302	Nợ dài hạn	0	0	0	0
EPS báo cáo, VND	14.012	8.320	9.768	11.332	Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	14.012	8.320	8.887	9.675	Tổng nợ dài hạn	0	0	0	0
EPS pha loãng ⁽¹⁾ VND	14.012	8.320	8.887	9.675	Tổng nợ	2.481	2.678	2.760	3.649
DPS, VND	4.400	2.600	3.100	3.600	CP ưu đãi	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	31%	31%	32%	32%	Vốn cổ phần	3.798	3.798	3.798	3.798
⁽¹⁾ Điều chỉnh cho khoản mục bất thường					Thặng dư vốn CP	1.787	1.787	1.787	1.787
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Lợi nhuận giữ lại	5.084	6.975	9.483	12.423
Tăng trưởng					Vốn khác	166	166	166	166
Tăng trưởng doanh thu	51,2%	-34,0%	22,1%	31,0%	Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng LN từ HĐKD	135,8%	-49,4%	26,8%	25,3%	Vốn chủ sở hữu	10.835	12.726	15.234	18.174
Tăng trưởng LNTT	141,7%	-41,9%	19,2%	17,2%	Tổng cộng nguồn vốn	13.316	15.404	17.994	21.823
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	131,7%	-40,6%	6,8%	8,9%	Số cp lưu hành cuối năm, tr	379,8	379,8	379,8	379,8
Khả năng sinh lời					Số cp quỹ, tr	0,0	0,0	0,0	0,0
Biên LN gộp	46,8%	39,6%	40,9%	39,0%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên LN từ HĐKD	41,5%	31,8%	33,1%	31,6%	Tiền đầu năm	124	1.435	1.201	562
Biên EBITDA	43,6%	35,1%	35,9%	34,8%	Lợi nhuận sau thuế	5.566	3.305	3.880	4.501
Biên LN ròng	38,5%	34,7%	33,3%	29,5%	Khấu hao	296	313	335	479
ROE	64,8%	28,1%	27,8%	26,9%	Thay đổi vốn lưu động	1.019	-879	-636	-461
ROA	51,4%	23,0%	23,2%	22,6%	Điều chỉnh khác	-889	1.014	-275	-343
Chỉ số hiệu quả vận hành					Tiền từ hoạt động KD	5.993	3.753	3.303	4.176
Số ngày tồn kho	50,5	56,0	49,5	46,9	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-168	-4.218	-5.081	-107
Số ngày phải thu	21,4	40,0	40,9	39,7	Đầu tư	-3.779	571	2.000	0
Số ngày phải trả	18,5	13,2	9,7	9,3	Tiền từ HĐ đầu tư	-3.948	-3.646	-3.081	-107
TG luân chuyển tiền	53,5	82,9	80,7	77,3	Cổ tức đã trả	-387	-1.215	-1.139	-1.291
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn cổ phần	85	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	4,4	3,8	2,9	3,3	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-374	875	279	524
CS thanh toán nhanh	4,0	3,5	2,5	2,9	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	3,6	3	2	2,4	Tiền từ các hoạt động TC khác	-57	0	0	0
Nợ/Tài sản	0,0	0,1	0,1	0,1	Tiền từ hoạt động TC	-733	-340	-861	-767
Nợ/Vốn sử dụng	0,0	0,1	0,1	0,1	Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.312	-234	-639	3.302
Nợ/Vốn CSH	-0,8	-0,5	-0,3	-0,4	Tiền cuối năm	1.435	1.201	562	3.864
Khả năng thanh toán lãi vay	1.187,7	81,2	86,5	85,3					

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 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

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

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán

– Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán -

Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364

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

Dầu khí và Điện

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

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mẫn, Chuyên viên, ext 135

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

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.