

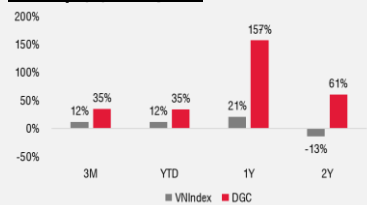
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC: HOSE)

Ngày báo cáo: 18/03/2024
Ngành: HÓA CHẤT
CVPTCC: Nguyễn Trần Phương Nga
Email: ngantp@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3636 3688 ext. 3050

Khuyến nghị: **TRUNG LẬP**
Giá mục tiêu 1Y: **142.000 Đồng**
Giá CP ngày 15/03/2024: 127.000 Đồng
% Tăng giá: **+11,8%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 1.953
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 48.232
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 380
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 2.622.596
Giá cao/thấp nhất 52T (VNĐ): 128,2/48,1
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 267,1
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 20
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

TCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang là nhà sản xuất và xuất khẩu phốt pho vàng hàng đầu và các sản phẩm liên quan như axit photphoric, phân lân và phụ gia thức ăn chăn nuôi. Sau khi tái cơ cấu doanh nghiệp vào năm 2018, DGC đang có kế hoạch đầu tư vào một nhà máy clo-kiềm để sản xuất xút, hợp chất clo, nhựa PVC và các hóa chất khác đang thiếu cung tại Việt Nam.

Định giá lại triển vọng dài hạn

Trong Q4/2023, DGC đạt doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 2,39 nghìn tỷ đồng (giảm 23% svck) và 746 tỷ đồng (giảm 34% svck), thấp hơn dự báo của chúng tôi do giá bán bình quân phục hồi chậm hơn dự kiến và chi phí điện tăng. Mặc dù doanh thu chất bán dẫn toàn cầu đã sớm có tín hiệu phục hồi trong Q4/2023 (tăng 5% svck), nhưng có thể cần thêm thời gian để giá phốt pho vàng phục hồi song song với nhu cầu bán dẫn. Do đó, chúng tôi hạ ước tính lợi nhuận ròng năm 2024 xuống 4,23 nghìn tỷ đồng (tăng 30% svck, từ 4,34 nghìn tỷ đồng) với mức giá bán trung bình phốt pho vàng thấp hơn (118 triệu đồng/tấn, tăng 12% svck, từ 123 triệu đồng/tấn). Chúng tôi cũng đưa ra ước tính lợi nhuận ròng năm 2025 đạt 5,7 nghìn tỷ đồng (tăng 35% svck) nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tăng khoảng 7-23% svck, (2) giá bán trung bình tăng 4% svck và (3) chi phí nguyên liệu đầu vào giảm, nhờ tăng tỷ lệ quặng tự khai thác (lần lượt là 80%/90%/100% vào năm 2023/2024/2025) sau khi mở rộng Khai Trường 25. Do đó, mức tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2024-2025 chủ yếu phụ thuộc vào (1) sản lượng tiêu thụ & giá bán phục hồi và (2) giảm chi phí nguyên vật liệu (quặng). Mặc dù điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2024, nhưng chúng tôi nâng giá mục tiêu 1 năm lên **142.000 đồng/cổ phiếu** (từ 100.000 đồng/cổ phiếu) khi áp dụng mức P/E mục tiêu cao hơn là 12x (từ 10x) và chuyển cơ sở định giá sang bình quân năm 2024-2025 (từ 2024). Do cổ phiếu đã có mức tăng giá ấn tượng trong thời gian gần đây, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với DGC.

Quan điểm ngắn hạn

- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh hơn bắt đầu từ nửa cuối năm 2024. Lợi nhuận phục hồi chậm trong nửa đầu năm 2024 có thể ảnh hưởng đến diễn biến giá cổ phiếu sau một thời gian tăng giá mạnh, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư dài hạn có thể tích lũy cổ phiếu trong những phiên điều chỉnh.

Quan điểm dài hạn:

- Trong giai đoạn 2026-2028, mặc dù giá phốt pho vàng khó có thể quay lại mức đỉnh trong năm 2022, chúng tôi cho rằng DGC có thể đạt lợi nhuận tương đương mức đỉnh năm 2022 (6 nghìn tỷ đồng), nhờ hiện tại công ty có nhiều lợi thế như: (1) công suất hoạt động nhà máy phốt pho vàng tăng lên sau khi bổ sung công suất từ năm 2024, (2) giá bán bình quân tăng trưởng ổn định do nhu cầu bán dẫn ngày càng tăng, (3) việc chuyển đổi dần từ các sản phẩm thượng nguồn sang hạ nguồn (như axit photphoric LCD, chiếm khoảng 10% axit photphoric vào thời điểm hiện tại) với biên lợi nhuận cao hơn, (4) tăng tỷ lệ sử dụng quặng tự khai thác giúp giảm chi phí nguyên liệu đầu vào và (5) đóng góp từ sản phẩm từ nhà máy Chlo-Alkali Nghi Sơn. Với việc gia tăng tỷ lệ sử dụng quặng tự khai thác và chuyển sang các sản phẩm hạ nguồn, DGC hiện đang vận hành chuỗi giá trị tích hợp theo chiều dọc cho các hóa chất liên quan đến phốt pho, đây sẽ là lý do để định giá lại cổ phiếu.
- DGC sẽ bắt đầu xây dựng nhà máy Chlo-Alkali Nghi Sơn vào tháng 6/2024, dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2026. Ban lãnh đạo kỳ vọng nhà máy này sẽ tạo ra 2,5 nghìn tỷ đồng doanh thu và 500 tỷ đồng lợi nhuận ròng (khoảng 9% lợi nhuận ròng năm 2025) khi hoạt động hết công suất. Trong năm đầu tiên vận hành (2026), nhà máy có thể chưa có lãi do công suất hoạt động thấp. Do nguồn cung xút trong nước vẫn không đủ đáp ứng nhu cầu và khoảng 50% nhu cầu đến từ nguồn nhập khẩu, chúng tôi cho rằng DGC có thể đạt công suất tối đa vào năm 2028, tức là 2 năm kể từ khi đi vào hoạt động.
- DGC là một trong số các cổ phiếu có thể thu hút dòng tiền EM trong trường hợp FTSE Russell nâng hạng.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Nhu cầu đối với các hóa chất liên quan đến phốt pho phục hồi chậm hơn dự kiến và giá bán bình quân tăng chậm hơn dự kiến.
- Chậm mở rộng Khai trường 25 ảnh hưởng đến việc tiết kiệm chi phí quặng.

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	14.444	9.748	12.225	14.632
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6.040	3.253	4.227	5.709
Tăng trưởng LN ròng (%)	140,2%	-46,1%	29,9%	35,1%
EPS (VND)	13.862	8.193	10.107	13.652
ROE (%)	70,4%	28,5%	31,4%	33,3%
Nợ/VCSH	0,04	0,11	0,08	0,07
Tỷ suất cổ tức (%)	7%	3%	3%	2%
P/E (x)	4,2	11,5	12,7	9,4
P/B (x)	2,1	3,1	3,4	2,6
EV/EBITDA (x)	2,1	6,9	7,7	5,2

Nguồn: DGC, SSIResearch

Tên Công ty	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	TTM PE	PB	PS	ROE (%)	Tăng trưởng LN ròng (%)	EV/EBITDA
Công ty hóa chất							
CTCP Hóa chất Việt Trì	32,1	12	2	0,6	15,8	-61,8	4,3
CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam	109,7	12,9	1,9	1,7	15,3	-41	4,2
CTCP Phốt pho Apatit Việt Nam	105,0	9,6	5	1,5	41,4	-70,4	6,5
Guizhou Chanhen Chemical Corp	1.352,4	13,4	1,9	2,2	14,8	106	N.a
Excel Industries Ltd/India	109,3	11,3	0,7	0,8	6,7	-50,4	6,7
Rasa Industries Ltd	133,6	9,7	0,8	0,5	8,7	27,3	5
Bình quân		11,5	2,1	1,2	17,1	-15	5,4
Công ty bán dẫn							
Taiwan Semiconductor Manufactu	641.988,9	24,1	5,8	9,3	26,2	-17,5	10,1
MediaTek Inc	61.758,6	25,1	5,3	4,5	19	-34,8	16,2
United Microelectronics Corp	21.100,7	10,8	1,8	3	17,6	-30,1	6,1
Novatek Microelectronics Corp	11.292,4	15,2	5,3	3,2	35,1	-16,6	9,3
ASE Technology Holding Co Ltd	22.082,3	21,5	2,3	1,2	10,6	-48,9	7,3
Globalwafers Co Ltd	8.439,6	13,4	N.a	3,8	36,3	28,7	7,8
Novatek Microelectronics Corp	11.292,4	15,2	5,3	3,2	35,1	-16,6	9,3
Bình quân		17,9	4,3	4	25,7	-19,4	9,4

Nguồn: SSIResearch

KQKD Q4/2023

Tỷ đồng	4Q23	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							4Q23	4Q22	3Q23	2023
Doanh thu thuần	2.387,7	3.111,5	-23,3%	2.463,5	-3,1%	89,6%				
Lợi nhuận gộp	784,5	1.292,0	-39,3%	839,8	-6,6%		32,9%	41,5%	34,1%	35,4%
Lợi nhuận từ HĐKD	1.271,1	1.095,8	16,0%	703,7	80,6%		53,2%	35,2%	28,6%	29,8%
EBIT	806,3	1.203,4	-33,0%	871,9	-7,5%		33,8%	38,7%	35,4%	36,2%
EBITDA	904,5	1.276,3	-29,1%	965,2	-6,3%		37,9%	41,0%	39,2%	39,8%
LNTT	798,6	1.197,1	-33,3%	863,6	-7,5%		33,4%	38,5%	35,1%	35,9%
Lợi nhuận ròng	745,7	1.125,4	-33,7%	802,9	-7,1%	108,4%	31,2%	36,2%	32,6%	33,4%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	719,5	1.034,2	-30,4%	761,4	-5,5%		30,1%	33,2%	30,9%	31,9%

Nguồn: DGC, SSI Research

Trong Q4/2023, DGC đạt doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 2,39 nghìn tỷ đồng (giảm 23% svck, giảm 3% so với quý trước) và 746 tỷ đồng (giảm 34% svck, giảm 7% so với quý trước). Lũy kế cả năm 2023, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 9,75 nghìn tỷ đồng (giảm 33% svck) và 3,25 nghìn tỷ đồng (giảm 46% svck). Lợi nhuận ròng năm 2023 cao hơn 8% kế hoạch của công ty nhưng thấp hơn 9% so với ước tính của chúng tôi do giá bán bình quân ở tất cả các sản phẩm phục hồi chậm hơn dự kiến.

Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	4Q23	4Q22	YoY
Phốt pho vàng	9	11	-20%
Axit photphoric	61	45	37%
Phân bón	44	50	-13%

Nguồn: DGC, SSI Research

Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	4Q23	4Q22	YoY
Phốt pho vàng	95	135	-29%
Axit photphoric	16	22	-28%
Phân bón	5	8	-31%

Nguồn: DGC, SSI Research

- Sản lượng tiêu thụ

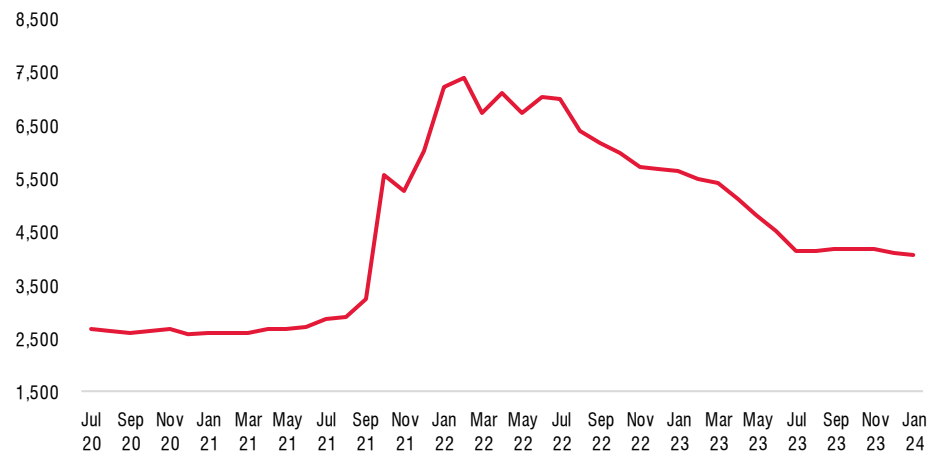
- Sản lượng tiêu thụ **phốt pho vàng** giảm 20% svck do nhu cầu yếu từ các khách hàng bán dẫn (sản lượng tiêu thụ bán dẫn toàn cầu giảm 8% svck trong năm 2023, so với CAGR là 11% trong giai đoạn 2020-2022, theo Hiệp hội Công nghiệp Bán dẫn) và khách hàng công nghiệp (phân bón, F&B) trong bối cảnh kinh tế suy yếu.
- **Axit photphoric và phân bón:** Trong năm 2023, một trong những thị trường xuất khẩu lớn (Ấn Độ) mua nhiều axit photphoric để sản xuất phân bón thay vì mua phân bón thành phẩm do DGC sản xuất. DGC cũng có được khách hàng mới ở Ấn Độ cho sản phẩm axit photphoric. Vì vậy, sản lượng tiêu thụ phân bón của DGC giảm 13% trong Q4/2023, nhưng sản lượng tiêu thụ axit photphoric lại tăng 37% svck trong Q4/2023.

- **Giá bán và biên lợi nhuận gộp:**

- **Giá bán bình quân** ở các dòng sản phẩm chính giảm khoảng 28-31% trong Q4/2023 do nhu cầu yếu (như đã đề cập ở trên).
- **Chi phí điện** (chiếm khoảng 25% giá vốn hàng bán) trong năm 2023 tăng hai lần, 3% từ tháng 5 và 4,5% từ tháng 11.
- **Chi phí quặng** (chiếm khoảng 60% giá vốn hàng bán). DGC đã sử dụng quặng tự khai thác nhiều hơn trong Q4/2023 so với Q4/2022 (80% đá phốt phát trong Q4/2023 là tự khai thác so với 50% trong Q4/2022), từ đó giúp giảm giá nguyên liệu đầu vào svck. Đáng chú ý, DGC bắt đầu khai thác mỏ quặng thứ hai từ tháng 3/2023, giúp tăng sản lượng quặng tự khai thác với chi phí thấp hơn 30% so với quặng mua trên thị trường.
- Chi phí nguyên vật liệu giảm không thể bù đắp cho mức giảm của giá bán bình quân và mức tăng của chi phí điện, do đó làm giảm biên lợi nhuận gộp (42% trong Q4/2022 xuống còn 33% trong Q4/2023).

Thu nhập tài chính ròng tăng từ 122 tỷ đồng trong Q4/2022 lên 159 tỷ đồng trong Q4/2023 nhờ số dư tiền mặt ròng cao hơn (9 nghìn tỷ đồng tính tại thời điểm cuối Q4/2023, tương đương 21% vốn hóa thị trường) và lãi suất tiền gửi. Với số dư tiền mặt ròng cao, công ty ghi nhận thu nhập lãi khá cao (thu nhập lãi chiếm 20% lợi nhuận trước thuế trong Q4/2023), do đó giúp bù đắp cho mức giảm lợi nhuận do giá bán bình quân giảm.

Giá phốt pho vàng (USD/tấn)



Nguồn: SSI tổng hợp

Trong Q4/2023, mặc dù giá bán bình quân đã hồi phục so với quý trước (+2% so với quý trước), biên lợi nhuận gộp vẫn chịu áp lực do giá điện tăng (+4,5% so với tháng 11). Biên lợi nhuận ròng trong Q4/2023 ở mức thấp nhất (31%) kể từ năm 2022, nhưng vẫn cao hơn giai đoạn 2015-2021.

Các hoạt động khác trong năm 2023

Hoạt động M&A:

- Sở hữu 100% cổ phần tại CTCP Phôt pho 6 với giá 635 tỷ đồng từ tháng 12/2023:** CTCP Phôt pho 6 có nhà máy Phôt pho vàng, công suất thiết kế 10 nghìn tấn/năm. Sau khi mua lại, năng lực sản xuất phôt pho vàng của DGC sẽ tăng từ 60 nghìn tấn/năm lên 70 nghìn tấn/năm. Trong bối cảnh Chính phủ không còn cấp giấy phép vận hành nhà máy phôt pho vàng mới, việc mua lại này là cần thiết để DGC duy trì tăng trưởng trong dài hạn. Nếu tính cả công suất của Công ty Cổ phần Phôt pho 6, công suất hoạt động của nhà máy Phôt pho vàng của DGC là 64% trong năm 2023. Doanh thu và lợi nhuận từ công ty này sẽ đóng góp vào thu nhập của DGC từ Q1/2024.
- Sở hữu 51% cổ phần CTCP Ấc quy Tiasang (TSB) với giá 135 tỷ đồng từ tháng 3/2023:** Được thành lập bởi Tập đoàn Hóa chất Việt Nam, TSB sản xuất ắc quy chì được sử dụng rộng rãi cho ô tô và xe máy. **Năm 2023, doanh thu và lợi nhuận ròng của TSB lần lượt là 160 tỷ đồng và 4 tỷ đồng, mức này rất nhỏ so với doanh thu 9,7 nghìn tỷ đồng và thu nhập ròng 3,3 nghìn tỷ đồng của DGC.** Sau khi mua lại, DGC đặt mục tiêu phát triển pin lithium, loại pin được sử dụng rộng rãi cho xe điện trên toàn thế giới. TSB mới đây đã giới thiệu sản phẩm thử nghiệm dành cho pin lithium. Với pin lithium, DGC đặt kế hoạch nâng doanh thu của TSB lên 1 nghìn tỷ đồng trong tương lai.

Nhà máy Chlo-Alkali Nghi Sơn: Năm 2023, DGC đã đặt hàng máy móc với các nhà cung cấp. Công ty đang xin giấy phép xây dựng và dự kiến khởi công xây dựng vào tháng 6/2024. CAPEX cho giai đoạn 1 dự kiến là 2,5 nghìn tỷ đồng cho công suất thiết kế 50 nghìn tấn xút, dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2026. Ban lãnh đạo kỳ vọng nhà máy này sẽ tạo ra 2,5 nghìn tỷ đồng doanh thu và 500 tỷ đồng lợi nhuận ròng (khoảng 15% lợi nhuận ròng năm 2023) khi hoạt động hết công suất. Đáng chú ý, ban lãnh đạo quyết định sẽ không sản xuất PVC, vì cần thêm thời gian để nghiên cứu.

Dự án bauxite: Tháng 7/2023, Chính phủ đã phê duyệt quy hoạch tổng thể thăm dò, khai thác khoáng sản, theo đó kế hoạch sản lượng khai thác bauxite cả nước khoảng 68,1 – 112,2 triệu tấn/năm trong giai đoạn 2021-2030 và 72,3-118 triệu tấn/năm vào năm 2050. DGC đang trong quá trình tiến hành nghiên cứu khả thi. Quá trình phê duyệt sẽ mất 2 năm, sau đó là 2 năm xây dựng. Như vậy, dự kiến vận hành thương mại sớm nhất là vào năm 2028.

Kế hoạch của công ty: Ban lãnh đạo đặt kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 10,2 nghìn tỷ đồng (tăng 5% svck) và 3,1 nghìn tỷ đồng (giảm 5% svck). Chúng tôi cho rằng kế hoạch này khá thận trọng vì công ty giả định giá bán không thay đổi so với thời điểm hiện tại.

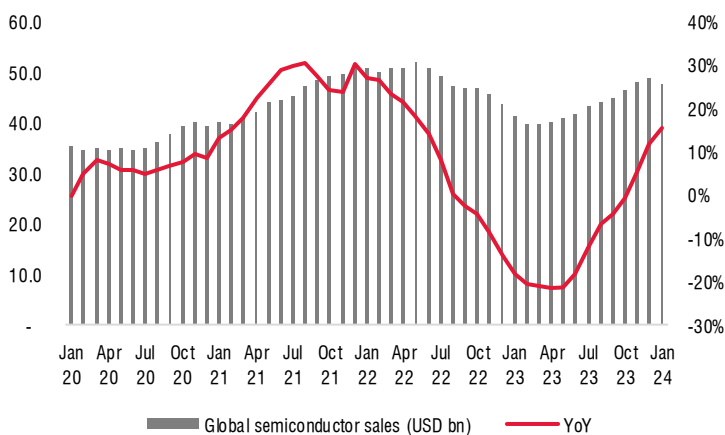
Triển vọng

Nhu cầu toàn cầu yếu do tăng trưởng kinh tế chậm lại vào năm 2023 đã gây áp lực lên lợi nhuận của DGC cả về sản lượng tiêu thụ thấp hơn và giá bán thấp hơn cho các hóa chất liên quan đến phốt pho, vốn được sử dụng rộng rãi trong ngành phân bón và chất bán dẫn. Trong khi đó, mức giảm lợi nhuận được bù đắp nhờ việc mở rộng tệp khách hàng đối với axit photphoric (một sản phẩm hạ nguồn) và việc sử dụng quặng tự khai thác (quặng apatit) nhiều hơn. Trong giai đoạn 2024-2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ và giá bán trung bình sẽ phục hồi từ mức thấp năm 2023, bên cạnh việc mở rộng biên lợi nhuận bằng cách tăng tỷ lệ các sản phẩm hạ nguồn và tăng tỷ lệ quặng tự khai thác. Giá định của chúng tôi cụ thể như sau:

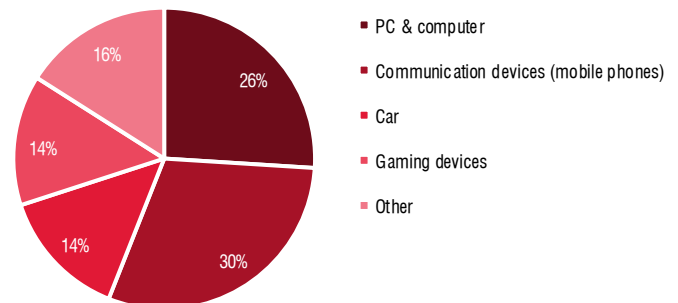
Xu hướng giá: Từ đầu năm 2023, giá phốt pho vàng và các sản phẩm liên quan đã giảm đáng kể do nhu cầu về chip, phân bón và các nhà sản xuất công nghiệp khác yếu. Chúng tôi giả định giá phốt pho vàng sẽ tăng trở lại 12% svck trong năm 2024 đạt 118 triệu đồng/tấn (từ ước tính trước đây là 123 triệu đồng/tấn, so với mức giá hiện tại là 97 triệu đồng/tấn), chủ yếu nhờ nhu cầu bán dẫn phục hồi, trong khi nhu cầu phục hồi từ các nhà sản xuất phân bón khá chậm. Chúng tôi kỳ vọng giá phốt pho vàng sẽ tiếp tục xu hướng tăng vào năm 2025 (123 triệu đồng/tấn, +4% svck), chủ yếu nhờ nhu cầu từ các doanh nghiệp sản xuất chất bán dẫn với xu hướng phát triển của công nghệ, trong khi nhu cầu từ các doanh nghiệp sản xuất phân bón khá ổn định.

- Triển vọng ngành bán dẫn:** Theo Hiệp hội Công nghiệp Bán dẫn (SIA), doanh thu bán dẫn toàn cầu giảm 8% svck trong năm 2023 với mức giảm mạnh hơn trong nửa đầu năm 2023 (giảm 20% svck). Từ tháng 6/2023, doanh thu bán dẫn toàn cầu bắt đầu phục hồi so với tháng trước (tăng trưởng so với tháng trước đạt mức một chữ số từ tháng 6 đến tháng 12) và quay trở lại vùng tăng trưởng dương svck trong Q4/2023 (+5% svck trong Q4/2023). SIA kỳ vọng doanh thu bán dẫn toàn cầu sẽ tăng 13% svck trong năm 2024 do nhu cầu về thiết bị điện tử và ô tô đều phục hồi, bên cạnh nhu cầu mới nhờ xu hướng công nghệ tiên tiến thúc đẩy. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu bán dẫn sẽ tăng trưởng mạnh nhờ xu hướng công nghệ tiên tiến không ngừng phát triển (IoT, AI, 6G).

Doanh thu bán dẫn toàn cầu

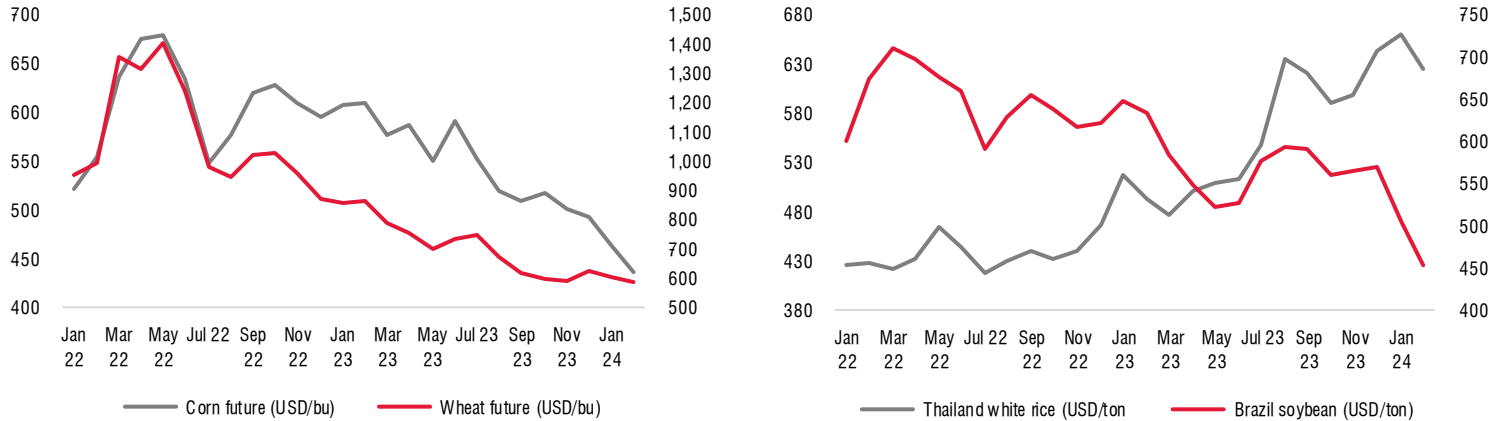


Doanh thu bán dẫn toàn cầu theo sản phẩm



Nguồn: Hiệp hội công nghiệp bán dẫn (SIA)

- **Triển vọng mangan phân bón:** Đối với các doanh nghiệp sản xuất phân bón, chúng tôi cho rằng điều kiện thời tiết thuận lợi hơn sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu phân bón sau năm 2023 khó khăn với những tác động nặng nề do ảnh hưởng của El Nino mang lại. Tuy nhiên, quá trình phục hồi dự kiến sẽ diễn ra chậm do giá nông sản hàng hóa có thể vẫn yếu (trừ giá gạo).



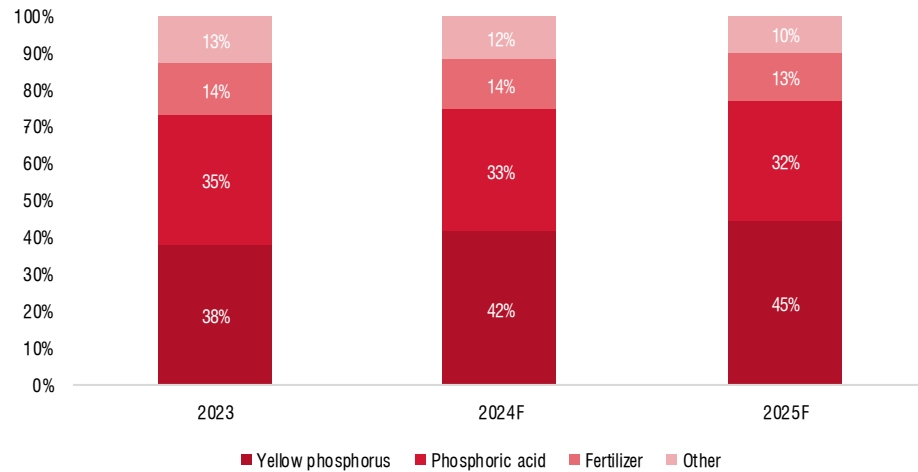
Nguồn: Bloomberg

Sản lượng tiêu thụ:

- **Sản lượng bán phốt pho vàng** dự kiến đạt 43 nghìn tấn (tăng 23% svck, tương đương kế hoạch của công ty) và 53 nghìn tấn (tăng 23% svck) trong năm 2024-2025 chủ yếu được hỗ trợ nhờ các khách hàng bán dẫn, chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục đặt hàng trở lại cùng với sự phục hồi chi tiêu cho điện thoại di động, PC & máy tính xách tay, ô tô sau thời kỳ cầu suy yếu trong năm 2023, bên cạnh nhu cầu mới từ những thay đổi công nghệ (IoT, AI, 6G).
- **Sản lượng tiêu thụ axit photphoric** dự kiến đạt 213 nghìn tấn (tăng 4% svck) và 235 nghìn tấn (tăng 10% svck) trong năm 2024-2025, nhờ nhu cầu ổn định từ các khách hàng hiện tại và DGC vẫn có thể có được khách hàng mới. Ước tính sản lượng tiêu thụ trong năm 2024 cao hơn kế hoạch của công ty là 182 nghìn tấn vì chúng tôi cho rằng DGC đặt kế hoạch thận trọng sau khi sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh 38% svck trong năm 2023.
- **Sản lượng tiêu thụ phân bón** đạt 228 nghìn tấn (tăng 4% svck) và 245 nghìn tấn (tăng 7% svck) trong năm 2024-2025. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ thấp hơn so với kế hoạch của công ty là 244 nghìn tấn vì chúng tôi cho rằng nhu cầu phân bón có thể cần nhiều thời gian hơn để phục hồi do giá nông sản yếu.

Sản lượng (tấn)	2023	2024F	2025F	2023F YoY	2024F YoY	2025F YoY
Phốt pho vàng P4	35.082	43.000	53.000	-35%	23%	23%
Axit photphoric	205.487	213.000	235.000	38%	4%	10%
Phân bón	219.140	228.000	245.000	1%	4%	7%

Nguồn: SSI Research

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm

Nguồn: SSI Research

Xu hướng biên lợi nhuận gộp: Do điện chiếm tỷ trọng giá vốn hàng bán thấp hơn so với chi phí quặng, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của DGC sẽ cải thiện trong giai đoạn 2024-2025 nhờ giá bán bình quân phục hồi và tỷ trọng sử dụng quặng tự khai thác cao hơn.

- **Chi phí quặng (khoảng 60% giá vốn hàng bán):** DGC có kế hoạch mở rộng Khai trường 25 để tăng cường tỷ lệ quặng tự khai thác, dự kiến sớm nhất là từ nửa cuối năm 2024. Chúng tôi ước tính tỷ lệ quặng tự khai thác sẽ tăng từ 80% vào năm 2023 lên 90% và 100% vào năm 2024-2025, từ đó giảm chi phí nguyên liệu đầu vào.
- **Chi phí điện (khoảng 25% giá vốn hàng bán):** Chúng tôi kỳ vọng giá điện sẽ tăng 3% svck mỗi năm trong giai đoạn 2024-2025.

Ước tính của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2025 như sau:

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	9.550	14.444	9.748	12.225	14.632
svck	53,1%	51,2%	-32,5%	25,4%	19,7%
Lợi nhuận gộp	3.182	6.770	3.455	4.865	6.622
Biên lợi nhuận gộp	33,3%	46,9%	35,4%	39,8%	45,3%
Lợi nhuận ròng	2.514	6.040	3.253	4.227	5.709
svck	165,2%	140,2%	-46,1%	29,9%	35,1%

Nguồn: SSI Research

Triển vọng dài hạn

Hoạt động M&A vẫn tiếp diễn: DGC có kế hoạch tăng tỷ lệ sở hữu tại PAT trên mức 51% như hiện tại, mặc dù không có thêm thông tin chi tiết cụ thể. PAT vận hành nhà máy phốt pho vàng với công suất thiết kế 20 nghìn tấn/năm (so với 70 nghìn tấn của DGC và các công ty con). Trong năm 2023, PAT đạt doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 1,7 nghìn tỷ đồng (giảm 46% svck) và 286 tỷ đồng (giảm 70% svck), chiếm lần lượt 18% và 9% doanh thu thuần và lợi nhuận ròng hợp nhất của DGC. Do Chính phủ không còn cấp giấy phép cho các nhà máy phốt pho vàng mới nên việc tăng tỷ lệ sở hữu sẽ giúp DGC nâng cao lợi nhuận. Trong ước tính của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2025, chúng tôi chưa tính đến việc tăng tỷ lệ sở hữu tại PAT.

Trong 3-5 năm tới, mặc dù giá phốt pho vàng khó có thể quay lại mức đỉnh vào năm 2022, chúng tôi cho rằng DGC có đạt lợi nhuận tương đương mức đỉnh năm 2022 (6 nghìn tỷ đồng), nhờ hiện tại công ty có nhiều lợi thế như: (1) công suất hoạt động nhà máy phốt pho vàng tăng lên sau khi bổ sung công suất từ năm 2024, (2) giá bán bình quân tăng trưởng ổn định do nhu cầu bán dẫn ngày càng tăng, (3) việc chuyển đổi dần từ các sản phẩm thượng nguồn sang hạ nguồn (như axit photphoric LCD, chiếm khoảng 10% axit photphoric vào thời điểm hiện tại) với biên lợi nhuận cao hơn, (4) tăng tỷ lệ sử dụng quặng tự khai thác giúp giảm chi phí nguyên liệu đầu vào và (5) đóng góp từ nhà máy Chlo-Alkali Nghi Sơn. DGC sẽ bắt đầu xây dựng nhà máy Chlo-Alkali Nghi Sơn vào tháng 6/2024 và dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2026. Ban lãnh đạo kỳ vọng nhà máy này sẽ tạo ra 2,5 nghìn tỷ đồng doanh thu và 500 tỷ đồng lợi nhuận ròng (khoảng 9% lợi nhuận ròng năm 2025) khi hoạt động hết công suất. Trong năm đầu tiên (2026) vận hành, nhà máy có thể bị lỗ do hiệu suất sử dụng thấp. Do nguồn cung xút trong nước vẫn không đủ đáp ứng nhu cầu và khoảng 50% nhu cầu được đáp ứng bởi xút nhập khẩu, chúng tôi cho rằng DGC có thể đạt công suất tối đa vào năm 2028, tức là 2 năm kể từ khi đi vào hoạt động.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.435	1.061	2.256	6.528
+ Đầu tư ngắn hạn	7.571	9.342	9.342	9.342
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	916	1.130	1.039	1.244
+ Hàng tồn kho	918	855	810	881
+ Tài sản ngắn hạn khác	55	79	97	114
Tổng tài sản ngắn hạn	10.896	12.466	13.544	18.109
+ Các khoản phải thu dài hạn	29	31	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	1.781	2.100	2.215	2.292
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	234	225	225	225
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	376	669	718	723
Tổng tài sản dài hạn	2.419	3.025	3.158	3.240
Tổng tài sản	13.316	15.492	16.702	21.349
+ Nợ ngắn hạn	2.481	3.492	1.818	1.979
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>468</i>	<i>1.328</i>	<i>1.251</i>	<i>1.362</i>
+ Nợ dài hạn	0	0	0	0
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Tổng nợ phải trả	2.481	3.493	1.818	1.979
+ Vốn góp	3.798	3.798	3.798	3.798
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.787	1.787	1.787	1.787
+ Lợi nhuận chưa phân phối	5.084	5.887	8.586	12.822
+ Quỹ khác	166	527	713	965
Vốn chủ sở hữu	10.835	11.999	14.884	19.371
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	13.316	15.492	16.702	21.349
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	5.993	1.115	2.912	5.610
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-3.948	-794	-500	-500
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-733	-797	-1.216	-839
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.312	-476	1.196	4.271
Tiền đầu kỳ	124	1.535	1.061	2.256
Tiền cuối kỳ	1.435	1.061	2.256	6.528
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	4,39	3,57	7,45	9,15
Hệ số thanh toán nhanh	4	3,3	6,95	8,65
Hệ số thanh toán tiền mặt	3,63	2,98	6,38	8,02
Nợ ròng / EBITDA	-0,02	-0,09	-0,07	-0,47
Khả năng thanh toán lãi vay	363,3	111,63	101,89	126,22
Ngày phải thu	14,4	23	19,8	16,7
Ngày phải trả	17,8	12,6	10,2	10,5
Ngày tồn kho	50,6	51,4	41,3	38,5
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,81	0,77	0,89	0,91
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,19	0,23	0,11	0,09
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,23	0,29	0,12	0,1
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,04	0,11	0,08	0,07
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,04	0,11	0,08	0,07

Nguồn: DGC, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	14.444	9.748	12.225	14.632
Giá vốn hàng bán	-7.675	-6.293	-7.360	-8.010
Lợi nhuận gộp	6.770	3.455	4.865	6.622
Doanh thu hoạt động tài chính	533	743	594	595
Chi phí tài chính	-150	-102	-155	-169
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-624	-436	-562	-673
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-148	-159	-196	-234
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	6.381	3.501	4.546	6.140
Thu nhập khác	-5	-1	-1	-1
Lợi nhuận trước thuế	6.376	3.499	4.545	6.139
Lợi nhuận ròng	6.040	3.253	4.227	5.709
Lợi nhuận chia cho cổ đông	5.568	3.111	4.041	5.458
Lợi ích của cổ đông thiểu số	473	142	186	251
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	13.862	8.193	10.107	13.652
Giá trị sổ sách (VND)	27.520	30.531	37.639	48.791
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	4.000	3.000	3.000	2.500
EBIT	6.393	3.531	4.590	6.188
EBITDA	6.690	3.883	4.975	6.610
Tăng trưởng				
Doanh thu	51,2%	-32,5%	25,4%	19,7%
EBITDA	128,4%	-42,0%	28,1%	32,9%
EBIT	141,2%	-44,8%	30,0%	34,8%
Lợi nhuận ròng	140,2%	-46,1%	29,9%	35,1%
Vốn chủ sở hữu	71,1%	10,7%	24,0%	30,1%
Vốn điều lệ	122,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	59,7%	16,3%	7,8%	27,8%
Định giá				
PE	4,2	11,5	12,7	9,4
PB	2,1	3,1	3,4	2,6
Giá/Doanh thu	1,5	3,7	4	3,3
Tỷ suất cổ tức	6,8%	3,2%	2,5%	2,1%
EV/EBITDA	2,1	6,9	7,7	5,2
EV/Doanh thu	1	2,7	3,1	2,3
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46,9%	35,4%	39,8%	45,3%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	42,1%	29,8%	34,0%	39,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	41,8%	33,4%	34,6%	39,0%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	4,3%	4,5%	4,6%	4,6%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,0%	1,6%	1,6%	1,6%
ROE	70,4%	28,5%	31,4%	33,3%
ROA	55,8%	22,6%	26,3%	30,0%
ROIC	65,6%	26,7%	29,0%	31,2%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành Hóa chất

Nguyễn Trần Phương Nga

Chuyên viên cao cấp Phân tích cổ phiếu

ngantp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3050

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043