

03/06/2020

MỞ ĐƯỜNG ĐI LÊN

Khuyến nghị

Nguyễn Thị Cẩm Tú (cơ bản)

tuntc@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	43,200
Giá đóng cửa	38,900
Upside	11%

Nguyễn Tiến Đức (ptkt)

ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	N/A
Giá đóng cửa	N/A

Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành (mil)	129.3
Vốn hóa (VND. bil)	4,760
Giá cao nhất trong 52 tuần	43,000
KLGD trung bình 10 phiên	274,325
Sở hữu nước ngoài	0.87%

Cổ đông lớn (%)

Đào Hữu Huyền	17.83%
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	8.85%
Ngô Thị Ngọc Lan	6.79%
Đào Hữu Kha	6.10%
Đào Hữu Duy Anh	2.92%

Chart (1 year)



Tổng quan công ty: DGC là công ty hoạt động trong việc sản xuất, xuất khẩu các sản phẩm hóa chất (phốt pho vàng, WPA, axit photphoric, ...). Công ty chiếm tới 50% sản lượng xuất khẩu phốt pho vàng tại Việt Nam

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu DGC với giá mục tiêu là 43,200 đồng/cổ phiếu – tương đương với upside là 11% dựa trên hai phương pháp FCFE và P/E với tỷ lệ 60/40. Tuy DGC được nhiều yếu tố hỗ trợ trong năm 2020, giá cổ phiếu đã tăng nhanh trong thời gian gần đây khiến upside không còn quá hấp dẫn.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2020

BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của DGC lần lượt đạt 6,282 tỷ (+23.4% YoY) và 842 tỷ (+47.4% YoY). EPS dự phóng 2020 đạt 6,121 VND/cp, mức P/E fw là 6.4, P/B fw là 1.1

Kế hoạch kinh doanh năm 2020

Công ty đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 6,084 tỷ (+19.5% YoY) và 600 tỷ (+5.1% YoY). Tuy nhiên, trong buổi Đại hội cổ đông, ban lãnh đạo dự kiến kế hoạch mới đạt 700 tỷ (+22.5% YoY) nhờ tình hình kinh doanh thuận lợi.

Catalyst

- DGC dự kiến chuyển lên sàn HOSE trong tháng 6 2020
- Vinachem tiếp tục dự kiến thoái vốn khỏi DGC trong 2020

Luận điểm đầu tư

- Doanh nghiệp đầu ngành với chuỗi giá trị hoàn chỉnh trong ngành nghề có rào cản gia nhập lớn (i) Chuỗi giá trị hoàn chỉnh từ nguyên liệu đầu vào (nội địa, tự chủ); công suất lớn nhất (50% sản lượng) và xuất khẩu vào các thị trường khó tính (Hàn Quốc, Nhật Bản) (ii) Hóa chất là ngành nghề có rào cản gia nhập lớn
- Hoạt động kinh doanh năm 2020 được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố tích cực: (i) Nhu cầu phục hồi tại thị trường xuất khẩu (ii) Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ chi phí đầu vào giảm

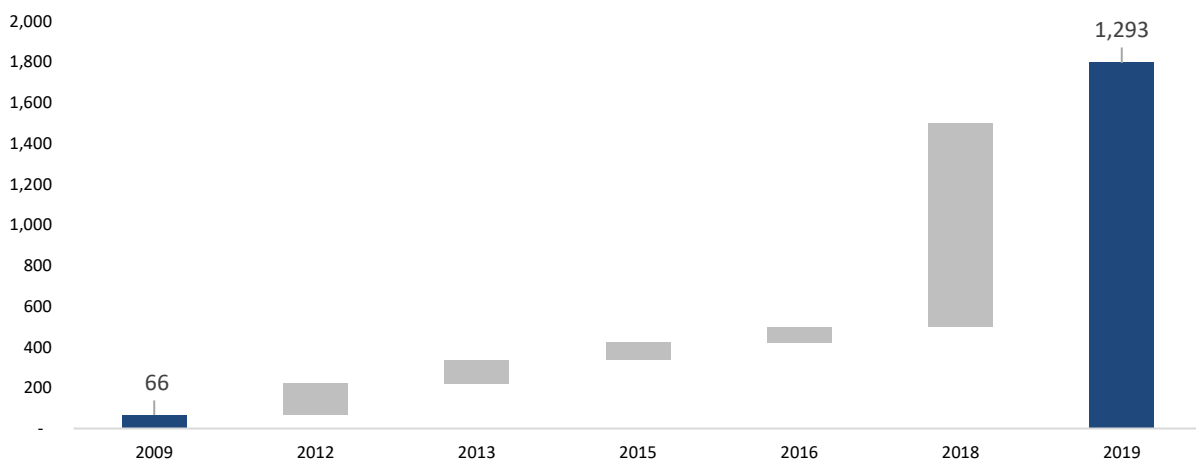
Rủi ro đầu tư

- Rủi ro về chính sách do xu hướng bảo vệ môi trường ngày càng được chú trọng
- Việc triển khai, xây dựng dự án “Tổ hợp Hóa chất Đức Giang – Nghi Sơn” bị chậm trễ
- Cạnh tranh ở các sản phẩm phân bón tại các thị trường xuất khẩu

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang - tiền thân là Công ty Hóa chất Đức Giang được thành lập từ năm 1963 với sản phẩm ban đầu là “Bột giặt Đức Giang”. Công ty chuyển đổi thành Công ty cổ phần vào năm 2004 và tiến hành niêm yết trên sàn chứng khoán vào năm 2015. Đi cùng với quá trình tăng trưởng và phát triển của công ty, Tập đoàn Hóa chất Đức Giang chuyển đổi từ sản xuất bột giặt sang chế biến, sản xuất chuyên sâu các sản phẩm từ Phốt pho: Phốt pho vàng, Axit Phosphoric trích ly, Axit Phosphoric thực phẩm, ...

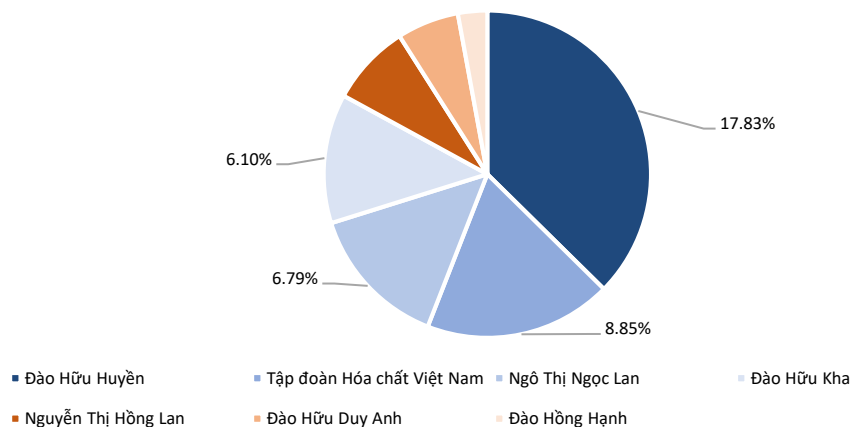
Quá trình tăng vốn điều lệ của DGC



Nguồn: DGC

Về cơ cấu cổ đông của Tập đoàn, BSC ước tính Chủ tịch Hội đồng quản trị và những người liên quan nắm giữ khoảng 38.8% số lượng cổ phần. Tập đoàn Hóa chất Việt Nam vẫn nắm giữ 8.8% cổ phần và đang có ý định thoái vốn trong thời gian tới.

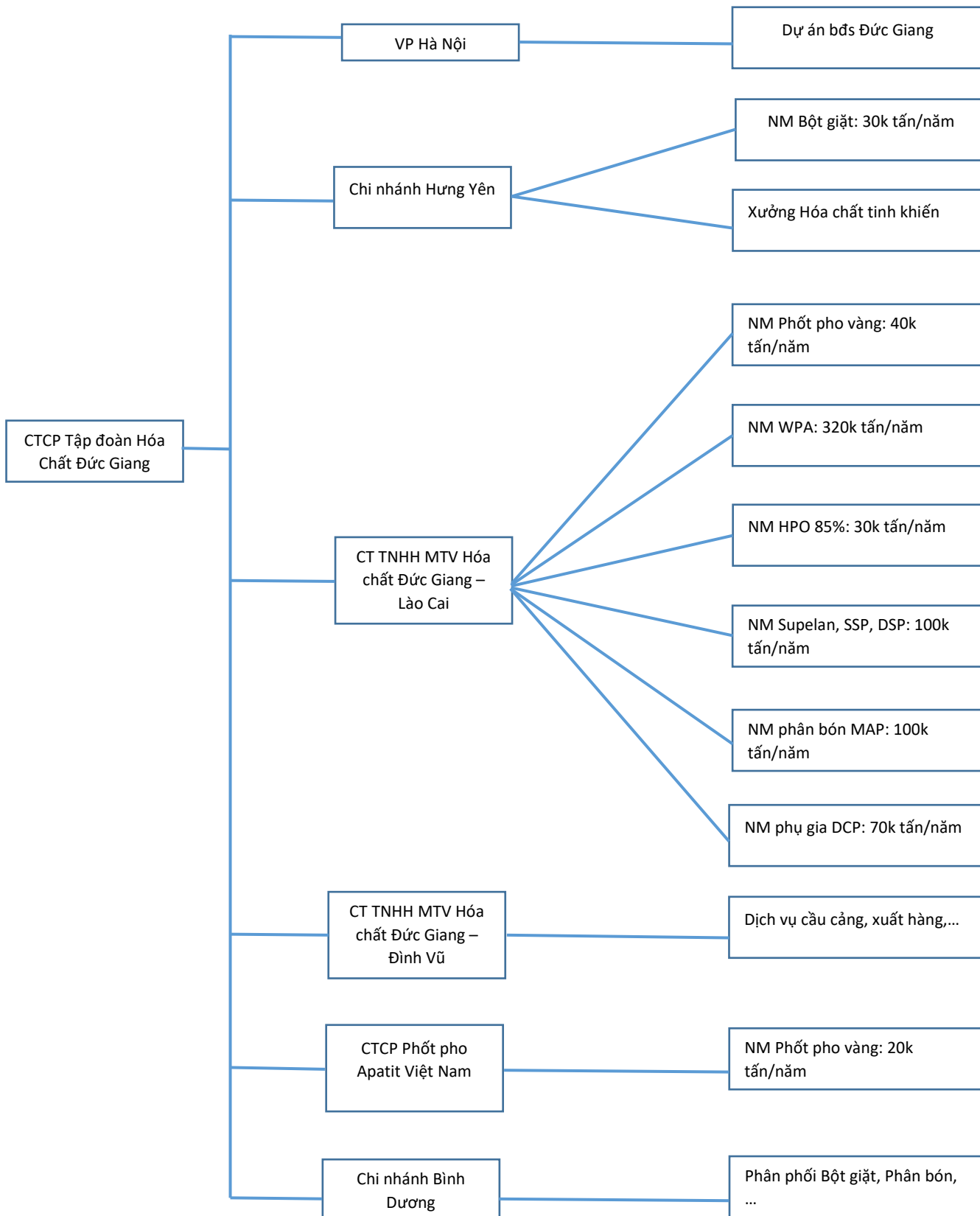
Cơ cấu cổ đông của DGC



Báo cáo doanh nghiệp lần đầu

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

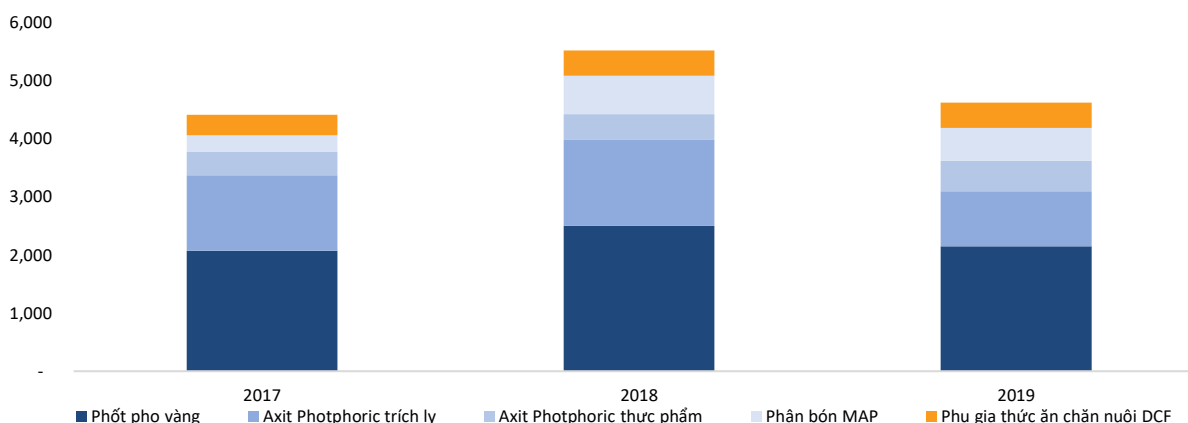
BSC



CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

Tuy phát triển từ bột giặt, cơ cấu sản phẩm hiện nay của Tập đoàn Hóa chất Đức Giang chủ yếu đến từ gốc phốt pho và 6 sản phẩm hóa chất khác.

Cơ cấu doanh thu một số sản phẩm chính của DGC



Nguồn: DGC, DGL

Đối với sản phẩm chính là Phốt pho vàng (đóng góp 42% doanh thu năm 2019), công ty có 3 nhà máy với công suất là 60,000 tấn/năm đặt tại Lào Cai.

Axit Photphoric thực phẩm (HPO 85%) có công suất là 30,000 tấn/năm, được dùng để làm nguyên liệu sản xuất các muối phốt phát khác, dùng trong công nghiệp thực phẩm, thức ăn chăn nuôi gia súc.

Axit Photphoric trích ly (WPA) với công suất là 320,000 tấn/năm, là đầu vào quan trọng để sản xuất các loại phân bón phức hợp MAP, DAP, dùng trong công nghiệp thực phẩm, nông nghiệp, ...

Bảng sản lượng tiêu thụ và thị trường xuất khẩu một số sản phẩm chính

	Sản lượng 2019	% công suất	Thị trường xuất khẩu
Phốt pho vàng	34,461	57%*	Hàn Quốc, Nhật Bản, Ấn Độ,...
Axit Photphoric thực phẩm (HPO 85%)	26,939	88%	
Axit Photphoric trích ly (WPA)	129,428	40%	Ấn Độ, Nhật Bản
Phân bón MAP	69,693	69%	Nội địa, Ấn Độ, Malaysia
Phụ gia thức ăn chăn nuôi DCP	59,755	85%	Nội địa, Ấn Độ, Indonesia,...

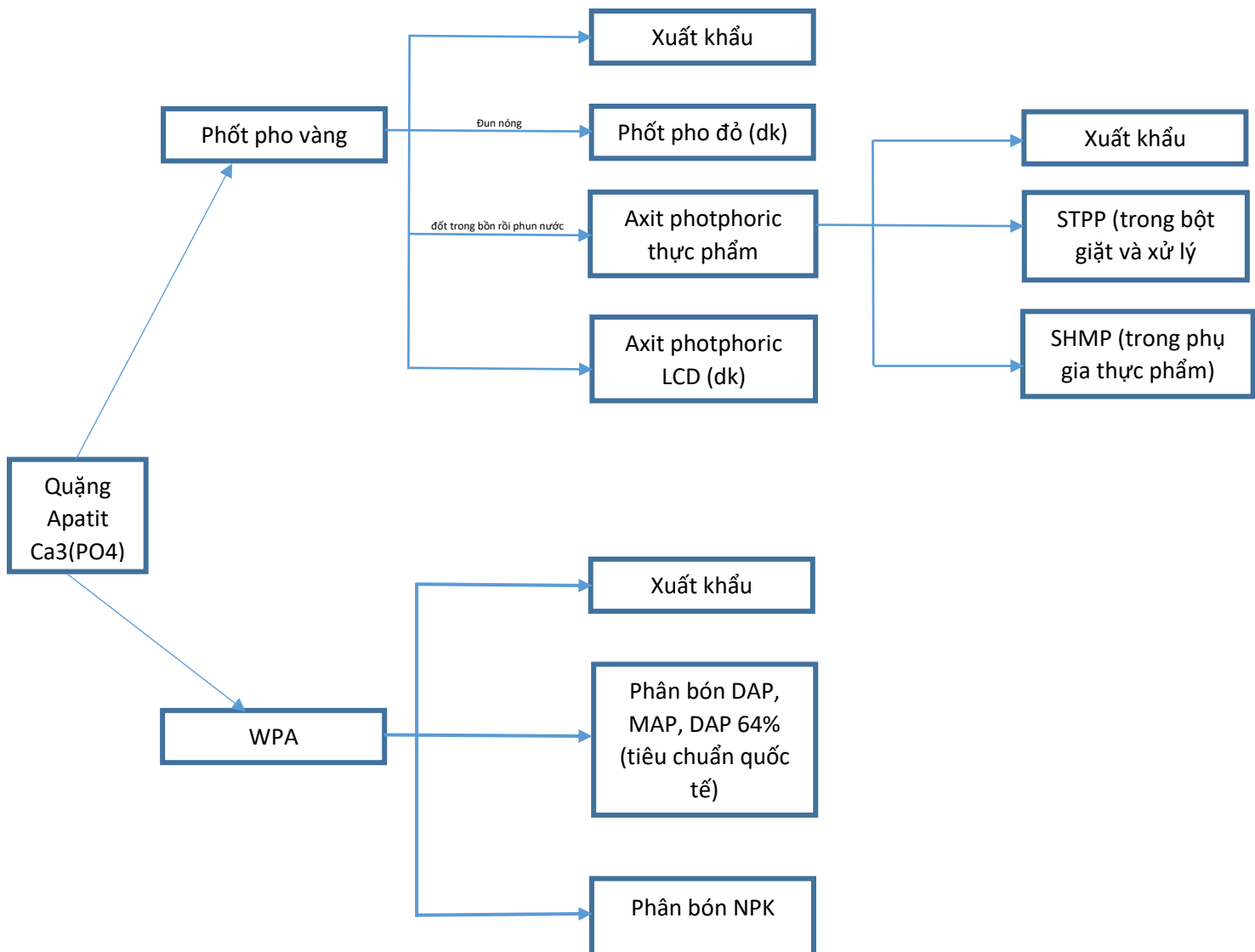
*Cuối năm 2019, DGC mới nâng công suất Phốt pho vàng từ xxx tấn/năm lên 60,000 tấn/năm.

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

BSC

Trong khi sản phẩm Phốt pho vàng của DGC có chất lượng cao (hàm lượng arsen, lưu huỳnh thấp) nên chủ yếu xuất khẩu được vào các thị trường khó tính (Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, ...) thì các sản phẩm khác (Axit Photphoric, các loại phân bón) phụ thuộc vào thị trường Ấn Độ - nơi có mức độ cạnh tranh cao hơn.

Chuỗi giá trị sản phẩm từ Phốt pho của DGC



QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

(1) Doanh nghiệp đầu ngành với chuỗi giá trị hoàn chỉnh trong ngành nghề kinh doanh có rào cản gia nhập lớn

(i) Doanh nghiệp đầu ngành với chuỗi giá trị hoàn chỉnh từ nguyên liệu đầu vào (nội địa, tự chủ); công suất lớn nhất (50% sản lượng) và xuất khẩu vào các thị trường khó tính (Hàn Quốc, Nhật Bản)

Về nguyên vật liệu đầu vào, DGC có thể sản xuất và chế biến chuyên sâu từ chất gốc Phốt pho với nguyên liệu chính tại Việt Nam, giúp công ty (i) tự chủ nguồn nguyên liệu và (2) giảm giá thành sản xuất ở các hóa chất đi kèm. Lợi thế này sẽ được củng cố thêm khi công ty đưa khai trường 25 đi vào hoạt động (dự kiến tháng 9 năm 2020). Tuy nhiên, BSC cho rằng ảnh hưởng tương đối nhỏ do chúng tôi ước tính trữ lượng từ khai trường 25 trong 1 năm (chia đều 5 năm) cung cấp khoảng 6% nhu cầu đầu vào của DGC.

Về công suất sản xuất, tại Việt Nam, công suất sản xuất Phốt pho vàng khoảng 120,000 tấn/năm, trong đó DGC chiếm 50% công suất (~60,000 tấn/năm). **Doanh nghiệp có công suất lớn thứ hai tại Việt Nam mới chỉ đạt 20,000 tấn/năm – cách xa so với năng lực của công ty.**

Về thị trường xuất khẩu, DGC với sản phẩm phốt pho có chất lượng cao (tỷ lệ asen, lưu huỳnh thấp) nên xuất khẩu vào các thị trường khó tính (Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan) thay vì các thị trường dễ tính hơn (Ấn Độ). Đồng thời, thị phần xuất khẩu của DGC trong các thị trường này cũng chiếm tỷ trọng lớn: **DGC chiếm 75% sản lượng xuất khẩu vào Nhật Bản tại Việt Nam.**

Dự án Tổ hợp Hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn (DGN) dự kiến đánh dấu việc Tập đoàn Hóa chất Đức Giang mở rộng sang sản phẩm hóa chất mới (chi tiết về sản phẩm Xút xem thêm tại Phụ lục) (BSC loại trừ dự án DGN khỏi dự phóng)

Ngày 11 tháng 5 năm 2020, Hội đồng quản trị CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang đã thông qua Nghị quyết thành lập CT TNHH MTV Hóa chất Đức Giang Nghi Sơn tại KCN 15 – Khu kinh tế Nghi Sơn với vốn điều lệ là 1,000 tỷ đồng. Công ty chia dự án làm hai giai đoạn: GĐ 1: Sản phẩm Xút rắn và hóa chất liên quan; GĐ 2: Xút vẩy và nhựa PVC. Trong đó, chi phí đầu tư cho giai đoạn 1 là 2,000 tỷ đồng (nhà máy, dây chuyền sản xuất là 1,079 tỷ).

Với sản lượng dự kiến bao nhiêu, DGC sẽ vượt CSV thành nhà sản xuất Xút lớn thứ hai tại Việt Nam (CSV có kế hoạch tăng sản lượng Xút lên 50,000 tấn/năm sau khi di dời nhà máy – tuy nhiên dự án chưa được Vinachem phê duyệt). Ban lãnh đạo có chia sẻ rằng lợi nhuận dự kiến từ giai đoạn 1 có thể đạt 192 tỷ lợi nhuận (~34% LNST của năm 2019). Công ty dự kiến sản lượng xút đầu tiên sẽ được sản xuất vào tháng 10 năm 2020

Bảng các sản phẩm chính trong giai đoạn 1 của dự án

	Số lượng (tấn)	Đơn giá (triệu VND)	Doanh thu (triệu VND)	Lợi nhuận (triệu VND)
NaOH 98%	50,000	9.3	465,000	50,000
HCl 35%	15,000	2.3	35,000	7,500

Báo cáo doanh nghiệp lần đầu

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

BSC

PAC	20,000	4.7	93,000	20,000
Ca(Ocl)2 70%	20,000	24.9	498,000	40,000
Javen 30%	10,000	2.0	20,000	2,000
Cl2 (lỏng) (99%)	2,000	6.0	12,000	2,000
Chloramin B	2,000	100	200,000	40,000
Tổng			1,533,000	191,500

Nguồn: DGC

(ii) Hóa chất là ngành nghề kinh doanh có rào cản gia nhập lớn

Do các nhà máy hóa chất có ảnh hưởng lớn tới môi trường, việc các đối thủ mới bị rào cản lớn khi gia nhập ngành do yêu cầu vốn đầu tư ban đầu lớn và khó khăn trong việc xin giấy phép. Đối với Phốt pho vàng, việc mở nhà máy khai thác tại Việt Nam mới là rất khó, trong khi nhu cầu tiêu thụ hóa chất gốc Phốt pho trên thế giới luôn ổn định và tăng trưởng theo hoạt động sản xuất công nghiệp. Vì vậy, Đức Giang với vị thế là doanh nghiệp lớn đầu ngành có vị thế nhất định trong việc đàm phán với khách hàng (trong TH thuế xuất khẩu 20% được thông qua, DGC có thể tăng giá bán 5- 10% cho khách hàng).

(2) Hoạt động kinh doanh năm 2020 được hỗ trợ nhờ nhu cầu hồi phục và biên lợi nhuận cải thiện

BSC cho rằng trong năm 2020, DGC được hỗ trợ bởi (i) Nhu cầu tiêu thụ Phốt pho vàng hồi phục tại thị trường xuất khẩu (ii) Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ việc chi phí đầu vào giảm trong khi giá bán không bị ảnh hưởng quá lớn.

(i) Nhu cầu tiêu thụ Phốt pho vàng hồi phục tại thị trường xuất khẩu

Lũy kế 4T.2020, tỉnh Lào Cai – tỉnh có giá trị xuất khẩu phốt pho lớn nhất tại Việt Nam có giá trị xuất khẩu đạt 85.6 triệu USD (+35% YoY). Với vị thế là doanh nghiệp có năng lực sản xuất lớn nhất ngành, kim ngạch xuất khẩu của DGC dự kiến diễn biến cùng chiều với ngành và có kết quả tương đối khả quan.

Bảng giá trị xuất khẩu phốt pho vàng vào một số thị trường chính của Việt Nam

	Q1.2020	%YoY	4T.2020	%YoY
Lào Cai	58.27	+18.7%	85.63	+35%
Các thị trường xuất khẩu				
Nhật Bản	16.53	-2%	22.54	-4%
Ấn Độ	14.64	-19%		
Hàn Quốc	7.47	+15%	10.28	+25%
Đài Loan	5.27	+59%	7.13	+72%

Nguồn: BSC tổng hợp

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang



Các thị trường xuất khẩu Phốt pho chính của DGC chủ yếu là Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, Mỹ, ...trong đó, phốt pho là đầu vào trong ngành bán dẫn, linh kiện điện tử với yêu cầu cao về chất lượng sản phẩm. BSC cho rằng mức tăng trưởng tốt trong 4T.2020 nhờ:

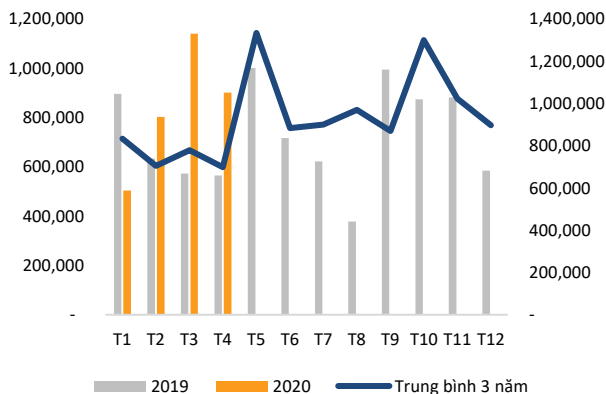
(a) năm 2019 là năm có mức nền giá trị xuất khẩu thấp (dưới mức giá trị trung bình 3 năm) do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung khiến xuất khẩu chất bán dẫn sang Trung Quốc sụt giảm

(b) hai thị trường tăng trưởng mạnh nhất (Hàn Quốc, Đài Loan) đều có hai công ty sản xuất chất bán dẫn lớn nhất thế giới (TSMC và Samsung với thị phần ngành sản xuất chất bán dẫn toàn cầu là 50% và 18% thị phần) có kế hoạch gia tăng sản xuất chất bán dẫn, linh kiện phục vụ cho hạ tầng viễn thông 5G.

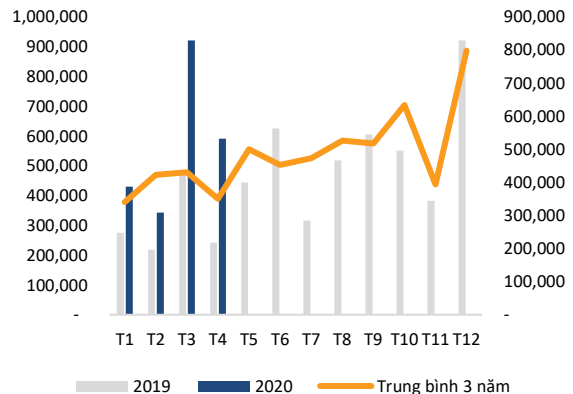
BSC kỳ vọng rằng kim ngạch xuất khẩu phốt pho của Việt Nam duy trì ở mức cao trong năm 2020 nhưng tốc độ tăng trưởng giảm dần về cuối năm và sẽ đi ngang trong năm 2021.

Kết quả kinh doanh Q1 2020 bật tăng mạnh trở lại. Công ty công bố doanh thu và lợi nhuận sau thuế Q1/2020 lần lượt đạt 1,520 tỷ (+30.6% YoY) và 199 tỷ (+66.3% YoY) nhờ sản lượng tăng 30% so với cùng kỳ, giá bán giữ nguyên.

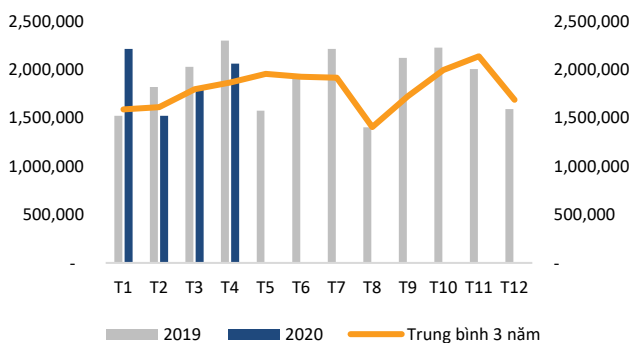
Sản lượng xuất khẩu phốt pho Việt Nam vào Hàn Quốc



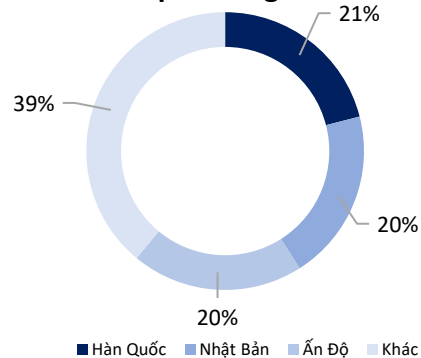
Sản lượng xuất khẩu phốt pho Việt Nam vào Đài Loan



Sản lượng xuất khẩu phốt pho Việt Nam vào Nhật Bản



Cơ cấu thị trường xuất khẩu Phốt pho vàng Q1.2020

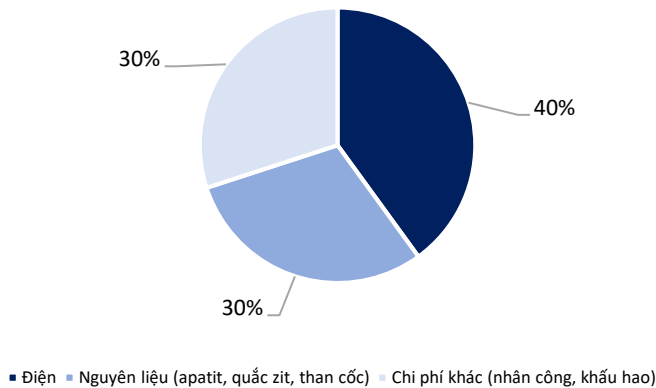


(ii) Biên lợi nhuận Q1/2020 được cải thiện nhờ việc chi phí đầu vào giảm trong khi giá bán không bị ảnh hưởng quá lớn.

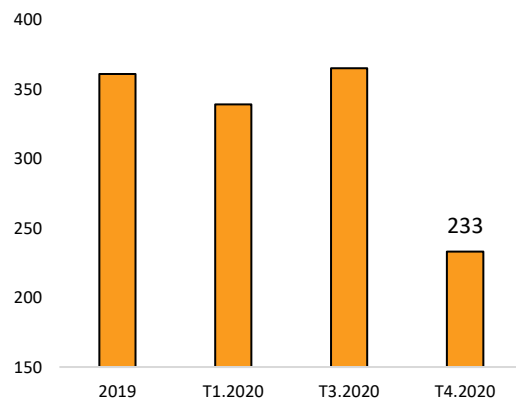
BSC cho rằng DGC đang được hưởng lợi nhờ các chi phí đầu vào giảm: Điện (~ 40% giá vốn) được giảm 10% trong tháng 4 và tháng 5; Nguyên liệu đầu vào (30% giá vốn), trong đó chủ yếu là giá than cốc giảm mạnh (-28% YoY), giá apatit giảm so với cùng kỳ. Cho cả năm 2020, BSC kỳ vọng: giá than giảm 20%, giá apatit giảm 5%, giá điện giảm 2% (từ Q3.2020 không giảm giá điện).

Trong khi đó, giá bán của công ty chỉ giảm nhẹ 4% trong tháng 4. BSC cho rằng giá bán có thể tiếp tục trong xu hướng giảm để tăng tính cạnh tranh, tuy nhiên, do (i) thị phần Việt Nam tại các thị trường xuất khẩu chính của DGC chiếm tỷ trọng chi phối lớn (năm 2019: thị phần tại Hàn Quốc là 98%, Nhật Bản là 94%) (ii) sản phẩm của DGC chất lượng cao nên dư địa giảm giá bán sẽ được hạn chế và giảm chậm hơn so với mức giảm của chi phí đầu vào. Qua đó, chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận sẽ tiếp tục mở rộng năm 2020.

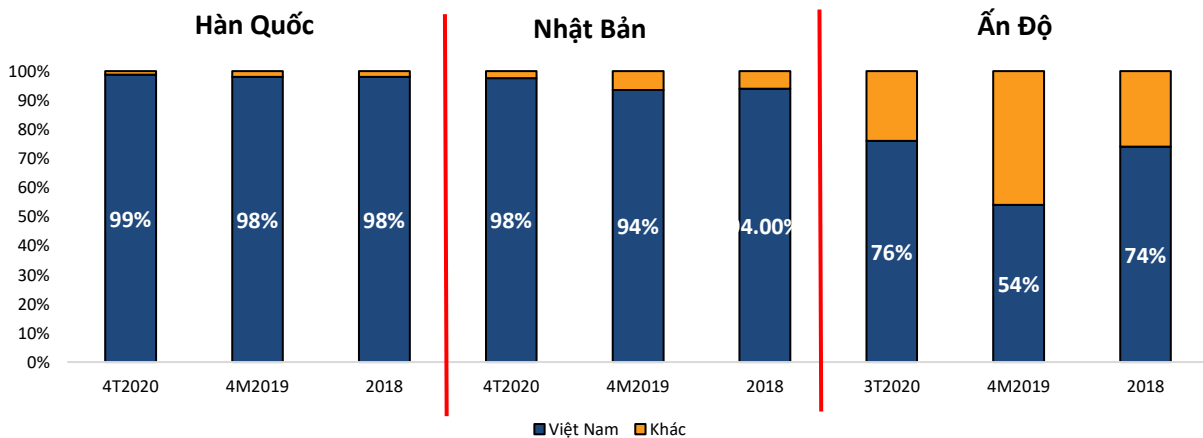
Cơ cấu giá vốn của DGC



Giá than cốc nhập vào Lào Cai (USD/tấn)



Thị phần Phốt pho vàng của Việt Nam tại một số thị trường xuất khẩu



Báo cáo doanh nghiệp lần đầu

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

BSC

Nguồn: TCHQ các nước

Cập nhật về kế hoạch kinh doanh năm 2020 Công ty đặt doanh thu và lợi nhuận trước thuế dự kiến là 6,084 tỷ (+19.5% YoY) và 600 tỷ (+5.1% YoY). Tuy nhiên, trong buổi Đại hội cổ đông, ban lãnh đạo dự kiến kế hoạch mới đạt 700 tỷ (+22.5% YoY) nhờ tình hình kinh doanh thuận lợi.

Kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2020 của một số sản phẩm

Sản phẩm	Sản lượng	Giá thành	Doanh thu	%YoY
Phốt pho vàng	48,000	60	2,880	+34%
HPO 85%	30,000	19	570	+9%
WPA 50%	144,000	7	936	0%
Phân bón MAP	100,000	7	720	+27%
Phụ gia DCP	72,000	7	468	+7%
Tổng cộng			6,085	+20%

Nguồn: DGC

Cập nhật tiến độ chuyển sang sàn HOSE Công ty cho biết đang hoàn thành gấp rút thủ tục để có thể chuyển sang sàn HOSE vào tháng 6 năm 2020. Tình hình dịch bệnh Covid – 19 phức tạp khiến cho kế hoạch chuyển sàn bị hoãn lại trong Q1.2020

RỦI RO

(1) Rủi ro về chính sách do xu hướng bảo vệ môi trường ngày càng được chú trọng

Vấn đề môi trường đang ngày càng được Chính phủ và người dân quan tâm và chú trọng. Do đó, các dự án liên quan đến các ngành Hóa chất và có ảnh hưởng đến môi trường sẽ gặp nhiều trở ngại và cần nhiều thời gian, công sức để có thể triển khai. BSC đánh giá rằng rủi ro liên quan đến chính sách là (i) rủi ro lớn và ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của Tập đoàn và (ii) rất khó để dự đoán được rủi ro này trong tương lai. Điều này có thể thấy qua việc năm 2019, tỉnh Lào Cai có đề xuất tăng thuế xuất khẩu Phốt pho từ 5% lên 20% (đề xuất này không được thông qua). Trong TH được thông qua, hầu hết các doanh nghiệp sản xuất phốt pho tại Việt Nam sẽ ghi nhận mức lỗ, còn DGC về mức hòa vốn.

(2) Việc triển khai, xây dựng dự án “Tổ hợp Hóa chất Đức Giang – Nghi Sơn” bị chậm trễ

Chúng tôi cho rằng các vấn đề, rủi ro trong việc triển khai dự án DGN đều ảnh hưởng lớn đến công ty Đức Giang do tầm quan trọng và quy mô đầu tư vốn của dự án đối với chiến lược phát triển của tập đoàn.

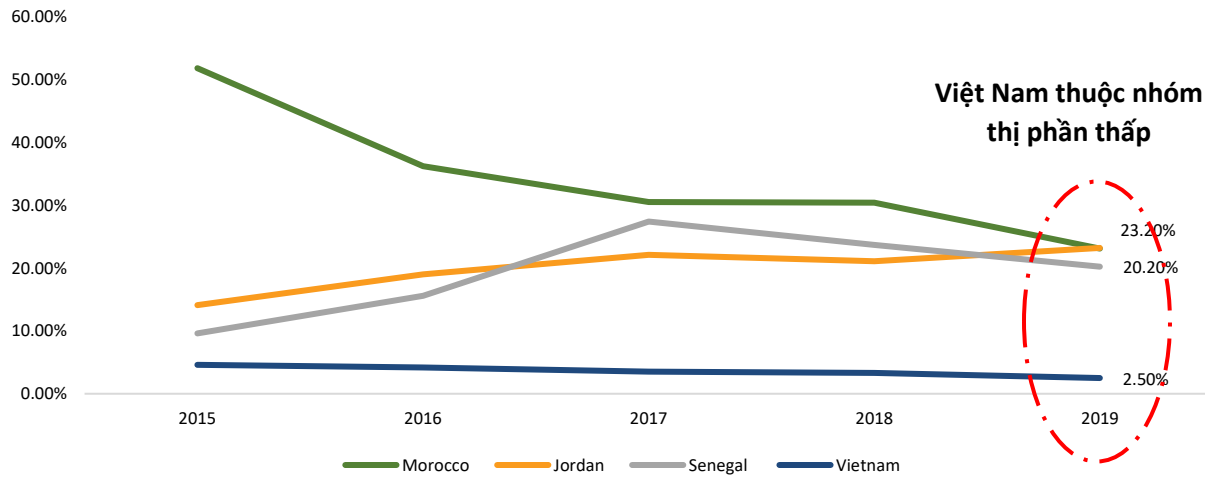
(i) Rủi ro từ nguồn nguyên vật liệu: Trong giai đoạn đầu của dự án, Đức Giang vẫn phụ thuộc vào nguồn muối công nghiệp nhập khẩu. BSC cho rằng trong giai đoạn tới, tuy công ty có thể tìm kiếm nguồn nguyên liệu trong nước nhưng tỷ trọng không đáng kể do chất lượng muối công nghiệp sản xuất tại Việt Nam chưa đáp ứng đủ điều kiện.

(ii) Rủi ro từ việc xây dựng nhà máy: Công ty kỳ vọng ngày 10 tháng 6 có thể lấy được giấy phép đầu tư dự án, như vậy, mọi rủi ro ảnh hưởng đến tiến độ nhà máy đều quan hệ chặt chẽ đến tương lai phát triển của tập đoàn. Đồng thời, đây là sản phẩm mới mà Đức Giang không có kinh nghiệm nhiều như sản phẩm truyền thống Phốt pho, nên BSC cho rằng tồn tại rủi ro trong việc thiết kế, lắp đặt, vận hành nhà máy. Đồng thời, bối cảnh dịch Covid – 19 có thể quay trở lại bất cứ lúc nào sẽ khiến cho tình hình trở nên phức tạp.

(3) Cạnh tranh ở các sản phẩm phân bón tại các thị trường xuất khẩu (đặc biệt là thị trường Ấn Độ)

Trong khi Việt Nam (DGC chiếm tỷ trọng xuất khẩu lớn) có thị phần chi phối tại các thị trường xuất khẩu Phốt pho vàng như Hàn Quốc, Nhật Bản; các hoá chất Axit phosphoric, các sản phẩm phân bón lại không có được lợi thế như vậy tại thị trường xuất khẩu. Ví dụ: năm 2019, thị phần xuất khẩu Axit photphoric của Việt Nam vào Ấn Độ chỉ đạt 2.5% thị phần và 0.4% thị phần tại Nhật Bản. Các sản phẩm của Việt Nam (trong đó có Đức Giang) chịu sức cạnh tranh gay gắt từ các nước như Morocco, Jordan, Senegal (Ấn Độ), Trung Quốc (Nhật Bản) với chi phí rẻ hơn.

Thị phần sản phẩm Axit Photphoric tại Ấn Độ



Nguồn: BSC tổng hợp

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Năm 2020, BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của DGC lần lượt đạt 6,282 tỷ (+23.4% YoY) và 842 tỷ (+47.4% YoY) dựa trên các giả định:

(i) Cơ cấu doanh thu:

+ Phốt pho vàng tiếp tục chiếm tỷ trọng chính với doanh thu đạt 2,966 tỷ (+38.1% YoY), chiếm 47.2% tổng doanh thu.

+ Axit Phosphoric đạt doanh thu 1,626 tỷ (+10.5% YoY), chiếm 25.9% tổng doanh thu.

(ii) Biên lợi nhuận gộp năm 2020 dự báo đạt 22.3%, tăng mạnh so với mức 19.8% cùng kỳ nhờ các chi phí đầu vào giảm trong khi giá bán không giảm nhiều. BSC dự phóng: giá quặng apatit giảm 5%, giá điện giảm 2% và giá than cốc giảm 20%. Giá bán dự kiến giảm 4% trong năm 2020.

(iii) Biên chi phí SG&A của DGC năm 2020 chiếm 8.2% doanh thu; tương đương với năm 2019

Bảng Dự phóng kết quả kinh doanh của DGC

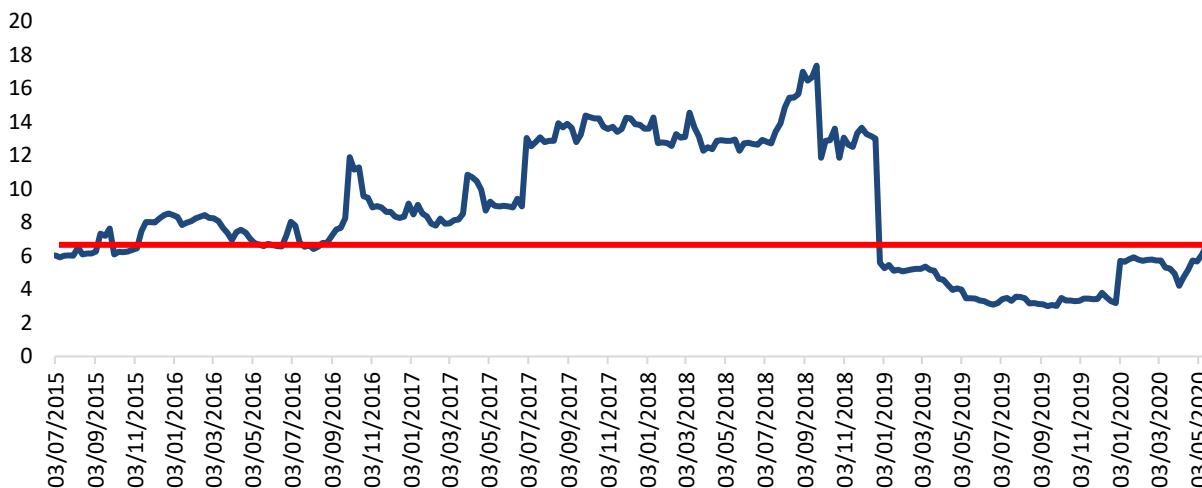
Đv: tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	6,062	5,091	6,282	6,624
<i>Tăng trưởng</i>	869%	-16%	23%	5%
DT Phốt pho vàng	2,497	2,147	2,966	3,026
DT Axit photphoric	2,047	1,471	1,626	1,888
DT Phân bón MAP	656	564	631	637
DT Phụ gia thức ăn DCP	436	436	512	520
Giá vốn hàng bán	(4,694)	(4,084)	(4,880)	(5,163)
Quặng Apatit			-5%	2%
Điện			-2%	2%
Than cốc			-20%	0%
Lợi nhuận gộp	1,367	1,006	1,401	1,461
<i>Biên LNG</i>	22.6%	19.8%	22.3%	22.0%
Chi phí bán hàng	(341)	(314)	(389)	(412)
<i>Biên Chi phí bán hàng</i>	5.6%	6.2%	6.2%	6.2%
Chi phí quản lý Dn	(92)	(101)	(124)	(131)
<i>Biên Chi phí quản lý Dn</i>	1.5%	2.0%	20%	2.0%
Lợi nhuận trước thuế	916	599	915	992
Lợi nhuận sau thuế	882	572	842	912
EPS	7,674	4,241	6,121	6,629

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

BSC

+ **Phương pháp PE:** Hiện tại, giá cổ phiếu của DGC đang được giao dịch quanh mức P/E trailing = 8.7. BSC chọn mức P/E mục tiêu là 7.5 (mức P/E trung bình của cổ phiếu từ năm 2015 – BSC không tính năm 2017 – 2018 do ảnh hưởng của việc sát nhập LFC, BTC, DGL khiến kết quả kinh doanh bị biến động mạnh) để xác định giá trị cổ phiếu theo phương pháp P/E sau khi điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh trong các năm tới.

P/E của cổ phiếu DGC qua các năm



Nguồn: Bloomberg

Phương pháp PE	2020	2021	2022
EPS	6,121	6,629	6,539
PE	7.5	7.5	7.5
Giá trị hợp lý	45,900	49,900	48,800

+ **Phương pháp Chiết khấu dòng tiền:**

	2020	2021	2022	2023	2024
Dòng tiền tự do của công ty	731	625	465	331	452
Tiền và tương đương tiền	770				
Tổng giá trị doanh nghiệp	6,084				
Nợ	735				
Vốn chủ sở hữu	5,349				
Số lượng cổ phiếu	129,363,616				
Giá trị mỗi cổ phiếu	41,400				

Chi phí vốn bình quân

Rf	7%
Beta	0.7
Ke	12%
Kd	8%
E/A	60%
Tax rate	20%
WACC	10%
g	1%

Báo cáo doanh nghiệp lần đầu

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

BSC

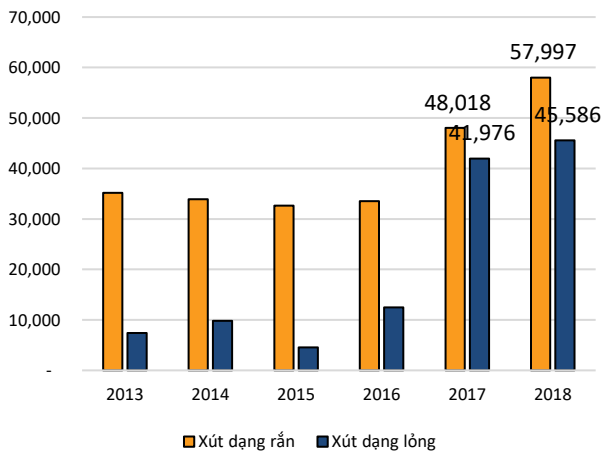
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	41,400	60%	24,840
P/E	45,900	40%	18,360
		Giá mục tiêu	43,200
		Giá hiện tại	39,200
		Upside	10.20%

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DGC giá mục tiêu đối với cổ phiếu là 43,200 VND theo hai phương pháp FCFF và P/E với tỷ trọng 60%/40%.

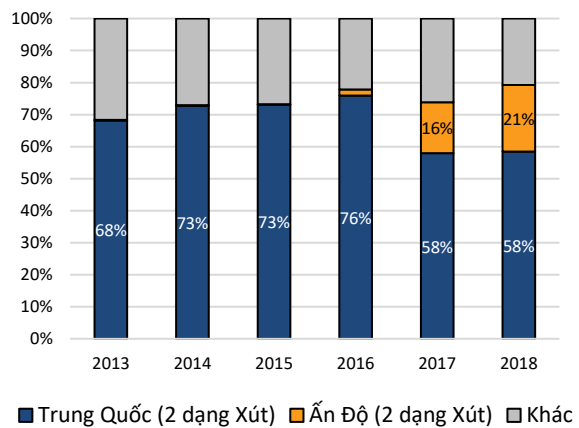
PHỤ LỤC: THỊ TRƯỜNG SẢN PHẨM XÚT TẠI VIỆT NAM

Nhu cầu tiêu thụ Xút tăng thêm hàng năm được cung cấp chủ yếu bởi Xút nhập khẩu. Nhu cầu xút của thị trường Việt Nam hiện nay vào khoảng 350.000 tấn/năm, với tốc độ tăng trưởng khoảng 10%/năm trong khi khả năng sản xuất nội địa chỉ được 150,000 tấn/năm. Tuy nhiên, các nhà sản xuất Xút lớn trong nước chỉ có Vedan (sử dụng nội bộ) và CSV (2019 sản lượng sản xuất Xút đạt 97% công suất – đã tính cả bình điện phân mới đi vào hoạt động). Do đó, Xút nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ (với tốc độ tăng trưởng CAGR 2015 – 2018 đạt 23%/năm) ngày càng chiếm tỷ trọng lớn và cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm nội địa.

Giá trị Xút nhập khẩu vào Việt Nam (nghìn USD)



Tỷ trọng nhập khẩu Xút từ Trung Quốc và Ấn Độ



Nguồn: Trademap

Hiện tại, có ba công nghệ sản xuất Xút: (i) điện phân với điện cực thủy ngân (ii) điện phân với màng trao đổi ion và (iii) điện phân với màng ngăn. Trong đó, điện phân với màng ngăn – công nghệ DGC sử dụng cho dự án DGN (sử dụng của hãng Ashahi – Nhật Bản) cho chất lượng sản phẩm xút cao trung bình, thấp hơn 2 công nghệ còn lại.

Bảng So sánh các công nghệ sản xuất Xút (DGC sử dụng điện phân với màng ngăn)

	Điện phân với điện cực thủy ngân	Điện phân với màng trao đổi ion	Điện phân với màng ngăn
Chất lượng sản phẩm xút	Rất cao, xút tinh khiết bậc Rayon	Rất cao, xút tinh khiết bậc Rayon	Cao trung bình, xút sạch bậc kỹ thuật

Nguồn: BSC tổng hợp

Bảng so sánh năng lực sản xuất của một số doanh nghiệp

Sản phẩm	CSV	HVT	Khác	Ứng dụng
Xút lỏng	40,000	40,000	Vedan: 80,000 (xuất ra thị trường 20,000)	Dùng làm chất tẩy rửa, sản xuất giấy, lọc dầu, dệt nhuộm, thực phẩm, các sản phẩm chứa gốc Sodium
Clor lỏng	6,000	3,000		Sản xuất giấy, khử trùng, thuốc nhuộm, thực phẩm, thuốc trừ sâu, hóa dầu, chất làm sạch nước và xử lý nước thải.
HCl 30%	120,000	55,000	Vedan: 80,000	Dùng trong công nghiệp tẩy rửa kim loại, xử lý nước, khai thác dầu, mạ điện, ...
Javen		25,000	Hóa chất Đức Giang: 12,000	Làm chất tẩy màu, vết mốc, vết bẩn cho vải sợi, tẩy trắng đồ men sứ, khử trùng, sát trùng
PAC	20,000	6,000	Bắc Giai: 10,000 Lau Tan Luas: 20,000	Chất keo tụ dùng trong xử lý nước sinh hoạt và nước thải, công nghiệp sản xuất giấy,...

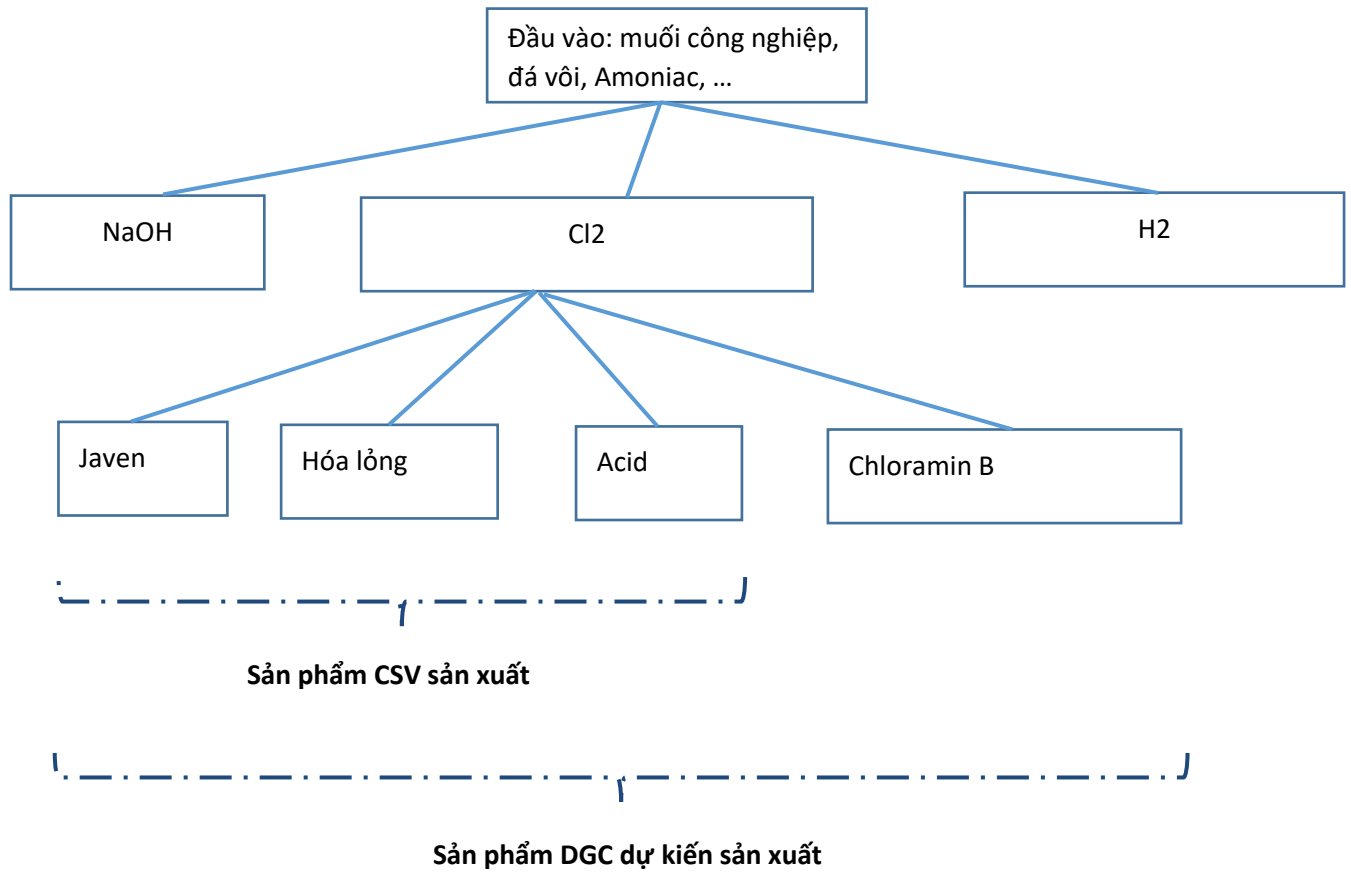
Nguồn: BSC tổng hợp

Một vấn đề quan trọng trong việc sản xuất Xút là xử lý được khí Clo dư sinh ra trong quá trình điện phân: trung bình cứ 1.1 tấn Xút được sản xuất thì sẽ sản sinh ra 1 tấn khí Clo. Trong khi nhu cầu của Xút tại Việt Nam rất cao, nhu cầu khí Clo lại thấp do ngành công nghiệp hóa dầu chưa sử dụng hết. Vì vậy, việc xử lý khí Clo dư là thách thức cho các nhà sản xuất Xút hiện tại khi muốn mở rộng công suất. Tại Đại hội đồng cổ đông năm 2020, DGC cho biết công ty sẽ giải quyết vấn đề này bằng việc sản xuất khí Clo dư thành các sản phẩm hóa chất như Javen, Ca(OCl)₂, PAC, Axit photphoros, ...

Báo cáo doanh nghiệp lần đầu

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

BSC



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: RESP BSCV <GO>

