

Ngành Hóa chất

Báo cáo lần đầu

Tháng 12, 2022

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **73.300**

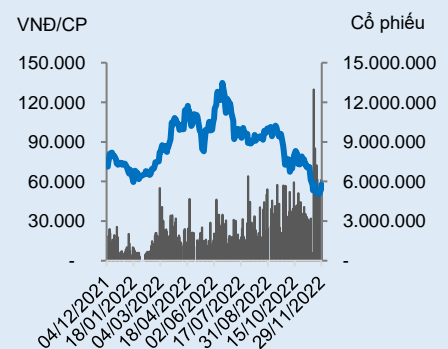
Giá thị trường (29/11/2022) **57.600**

Lợi nhuận kỳ vọng **27%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	50.400-134.700
Vốn hóa	21.875 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	379.778.413
KLGD bình quân 10 ngày	6.069.380
% sở hữu nước ngoài	15,1%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,2%
Beta	1,4

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DGC	-21,5%	-20,8%	-38,9%	-52,7%
VN-Index	-32,3%	0,9%	-17,0%	-15,9%

Chuyên viên phân tích

Tôn Nữ Nhật Minh

(84 24) 3928.8080 ext. 260

minhtn@bvsc.com.vn

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

Mã giao dịch: DGC

Reuters: DGC.HM

Bloomberg: DGC VN

Định giá hấp dẫn cho triển vọng dài hạn

Ước tính kết quả kinh doanh Q4/2022. Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh quý 4 giảm nhẹ so với quý 3 với Doanh thu thuần và Lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 3.359 tỷ đồng (-9%QoQ) và 1.293 tỷ đồng (-10%QoQ) do sản lượng tiêu thụ và giá bán của các sản phẩm chính như Phốt pho vàng (P4) và phân bón DAP/MAP đều giảm. Trong đó, doanh thu Phốt pho vàng và phân bón DAP/MAP ước tính ~ 1.254 tỷ đồng (-30%QoQ) và 528 tỷ đồng (-25%QoQ).

Điểm nhấn đầu tư

DGC sở hữu chuỗi sản xuất khép kín, sản xuất các sản phẩm gốc phốt pho đa dạng nên công ty linh hoạt trong việc chuyển đổi sản phẩm nhằm đáp ứng kịp thời nhu cầu thị trường: Trong 2023, DGC chủ động đẩy mạnh xuất khẩu Axit Photphoric và phân bón, bù đắp cho mảng Phốt pho vàng sụt giảm. Công ty dự kiến sẽ đẩy mạnh sản xuất và xuất khẩu Axit Photphoric cấp điện tử (LCD) và phân bón sang các quốc gia Châu Á trong năm 2023, bù đắp cho lượng xuất khẩu Phốt pho vàng giảm.

Nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào: Bên cạnh Khai trường 25, Công ty ký kết hợp tác với Công ty cổ phần Hóa chất Lào Cai nhằm bao tiêu toàn bộ sản lượng quặng Apatit khai thác tại Khai trường 19b với trữ lượng quặng khai thác hơn 5 triệu tấn (thời gian khai thác: 5 năm) vào T11/2022, ước tính mỗi năm DGC bao tiêu ~1 triệu tấn quặng đầu vào, nâng mức tự chủ nguyên liệu đầu vào lên 70-80% trong thời gian tới.

Triển vọng dài hạn tích cực đến từ mảng kinh doanh cốt lõi (sản xuất phốt pho và các sản phẩm gốc phốt pho); các dự án tiềm năng khác như Đức Giang – Nghi Sơn sản xuất Xút và PVC, dự án bauxite nhôm sản xuất Alumin; hay nghiên cứu các sản phẩm mới (LFP, LiCO3 và LiPF6) để gia nhập vào chuỗi cung ứng pin lithium ứng dụng trong lĩnh vực xe điện.

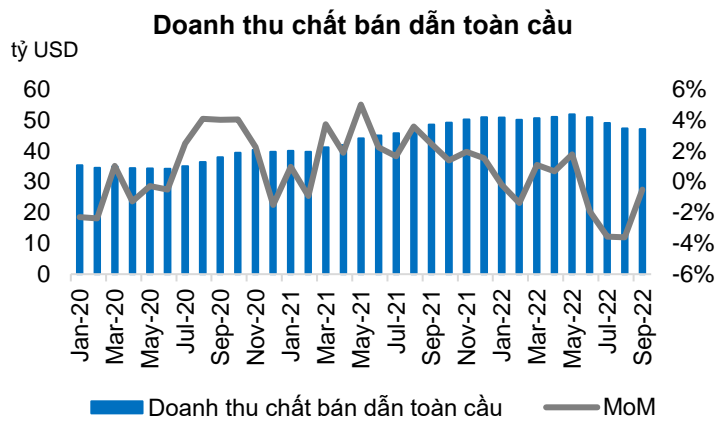
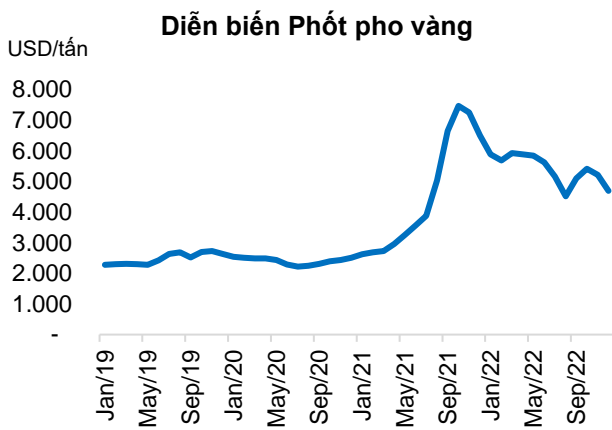
Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của DGC trong năm 2023 của DGC lần lượt đạt 12.567 tỷ đồng (-14,5%YoY) và 3.687 tỷ đồng (-40%YoY) do giá bán và nhu cầu phốt pho đều giảm. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi ước tính CAGR doanh thu và lợi nhuận sau thuế của DGC đạt mức 12,7%/năm và 7,7%/năm trong giai đoạn 2023 - 2028, động lực tăng trưởng chính đến từ các sản phẩm có nhu cầu ứng dụng cao trong sản xuất nông nghiệp, công nghiệp và đời sống như Phốt pho vàng và sản phẩm chứa gốc phốt pho, Xút, PVC, ...

Với phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DGC với giá mục tiêu là **73.300 đồng/cổ phiếu – với tiềm năng tăng trưởng 27%**.

Nhận định thị trường Phốt pho vàng

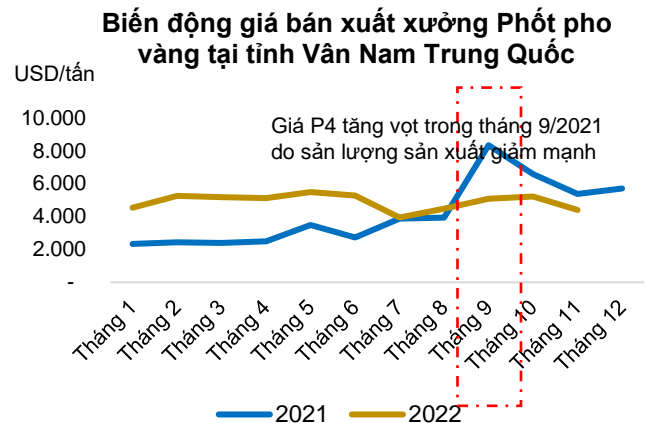
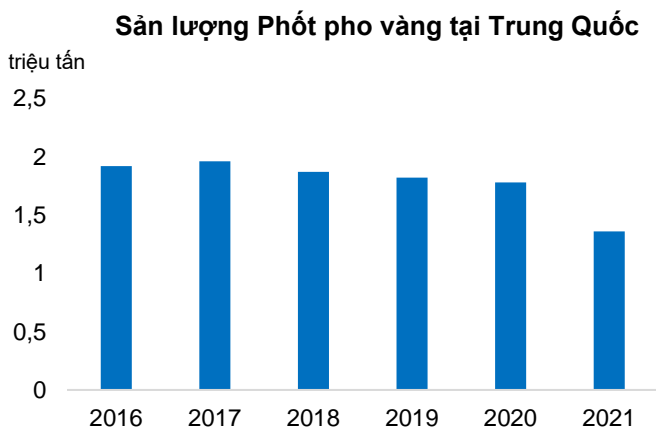
Giá Phốt pho vàng (P4) điều chỉnh giảm sau đà tăng kéo dài 2 năm

Nhu cầu suy yếu: Nhu cầu điện tử có thể sụt giảm mạnh trong 2023 khi nhiều nhà sản xuất chất bán dẫn (Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ) lên kế hoạch giảm sản lượng do lo ngại tồn kho lớn và rủi ro dư cung Q4/2022 - 1H2023. DGC dự kiến sẽ giảm giá bán, đồng thời giảm sản lượng xuất khẩu Phốt pho vàng trong năm 2023. Giá bán dự kiến neo ở 4.500 – 6.000 USD/tấn, giảm 10-30% so với 2022.



Nguồn: Statista, Business analyst IQVIA

Nguồn cung vẫn bị siết chặt nhưng không rơi vào tình trạng khan hiếm như năm 2021: Trung Quốc cắt giảm hiệu suất sản xuất Phốt pho vàng sau đợt hạn hán nghiêm trọng vào mùa hè năm 2022. Chính phủ Trung Quốc đã áp dụng các chính sách kiểm soát năng lượng, buộc các nhà máy Phốt pho vàng ở tỉnh Tứ Xuyên phải đóng cửa vài ngày trong trong T8/2022. Cuối T9/2022, các nhà sản xuất Phốt pho vàng ở Vân Nam (tỉnh chiếm ~40% sản lượng ở TQ) đã phải giảm sản lượng (từ T9/2022 – T5/2023) khiến sản lượng cuối T9/2022 giảm hơn 42% so với giữa T9/2022. Tuy nhiên so với việc siết chặt nguồn cung năm 2021 (các nhà sản xuất Phốt pho vàng ở tỉnh Vân Nam từ T9/2021 - T12/2021 không vượt quá 10% sản lượng trong T8/2021), nguồn cung trong quý 4 năm 2022 có thể không khan hiếm như quý 4 năm 2021.

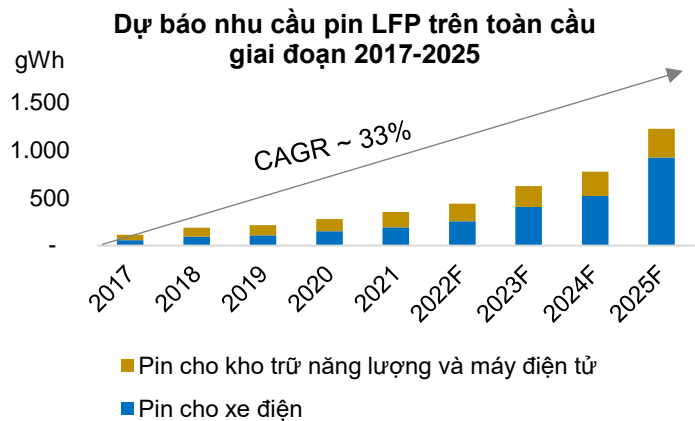
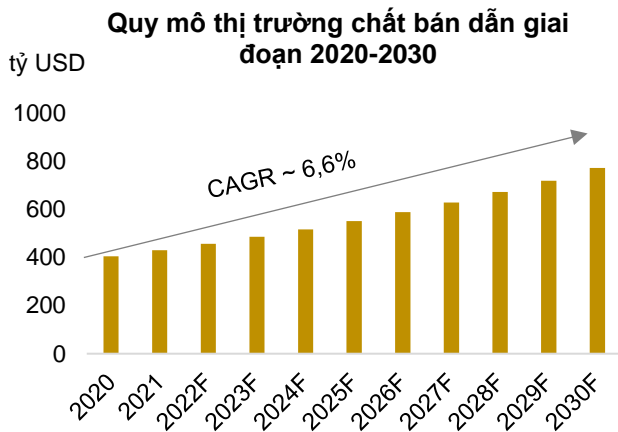


Nguồn: Guanyan Tianx

Triển vọng tăng trưởng ngành sản xuất Phốt pho vàng trong dài hạn

Tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của pin LPF, chất bán dẫn là động lực tăng trưởng Phốt pho vàng trong dài hạn:

- *Thị trường chất bán dẫn toàn cầu* ~ 430 tỷ USD vào năm 2021 và dự kiến sẽ đạt 772 tỷ USD vào năm 2030, với CAGR ~ 6,6% trong giai đoạn 2021-2030. Thị trường tăng trưởng mạnh mẽ nhất là Châu Á Thái Bình Dương (Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan – các quốc gia nhập khẩu P4 để sản xuất chất bán dẫn dùng cho các thiết bị 5G, ô tô,..)
- *Xu hướng sử dụng pin LFP*: pin LFP ít gây hại cho môi trường, tuổi thọ dài hơn và cung cấp nguồn điện mạnh hơn so với các loại nhiên liệu khác dùng cho xe điện. Công ty tư vấn Wood Mackenzie dự báo sản lượng lithium iron phosphate (LFP) toàn cầu có thể tăng gấp 5 lần lên 750.000 tấn vào năm 2030 đến từ ngành sản xuất pin xe điện, chứa 150.000 tấn P4, tương đương với khoảng 13% sản lượng P4 toàn cầu vào năm 2020.



Nguồn: Precedence research, Global data

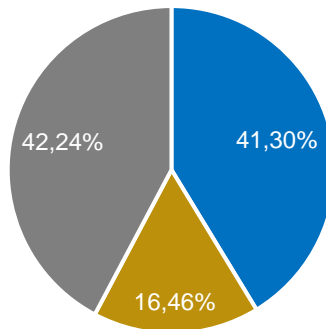
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) tiền thân là Công ty Hóa chất Đức Giang được thành lập năm 1963. Công ty chuyển sang hoạt động theo mô hình Công ty cổ phần vào năm 2004 và niêm yết trên sàn chứng khoán vào năm 2015. Để tạo được sức mạnh tổng hợp và đưa doanh nghiệp lên tầm cao mới trong ngành hóa chất, Công ty đã thực hiện sáp nhập Công ty cổ phần hóa chất Đức Giang Lào Cai. Từ đó, Công ty không chỉ đơn thuần sản xuất kinh doanh mảng bột giặt và chất tẩy rửa mà còn mở rộng sang lĩnh vực hóa chất kỹ thuật, hóa chất công nghiệp, phân bón các loại. Hiện DGC là công ty đứng đầu về sản lượng trong lĩnh vực sản xuất Phốt pho vàng (48,5% thị phần trong 2020) và là đơn vị duy nhất sản xuất Axit Photphoric trích ly đậm đặc, Axit Photphoric thực phẩm đạt tiêu chuẩn xuất khẩu với công suất 160 nghìn tấn/năm. Phần lớn các sản phẩm của DGC đều phục vụ cho thị trường xuất khẩu, đặc biệt là các nước Châu Á (Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan).

Cơ cấu cổ đông

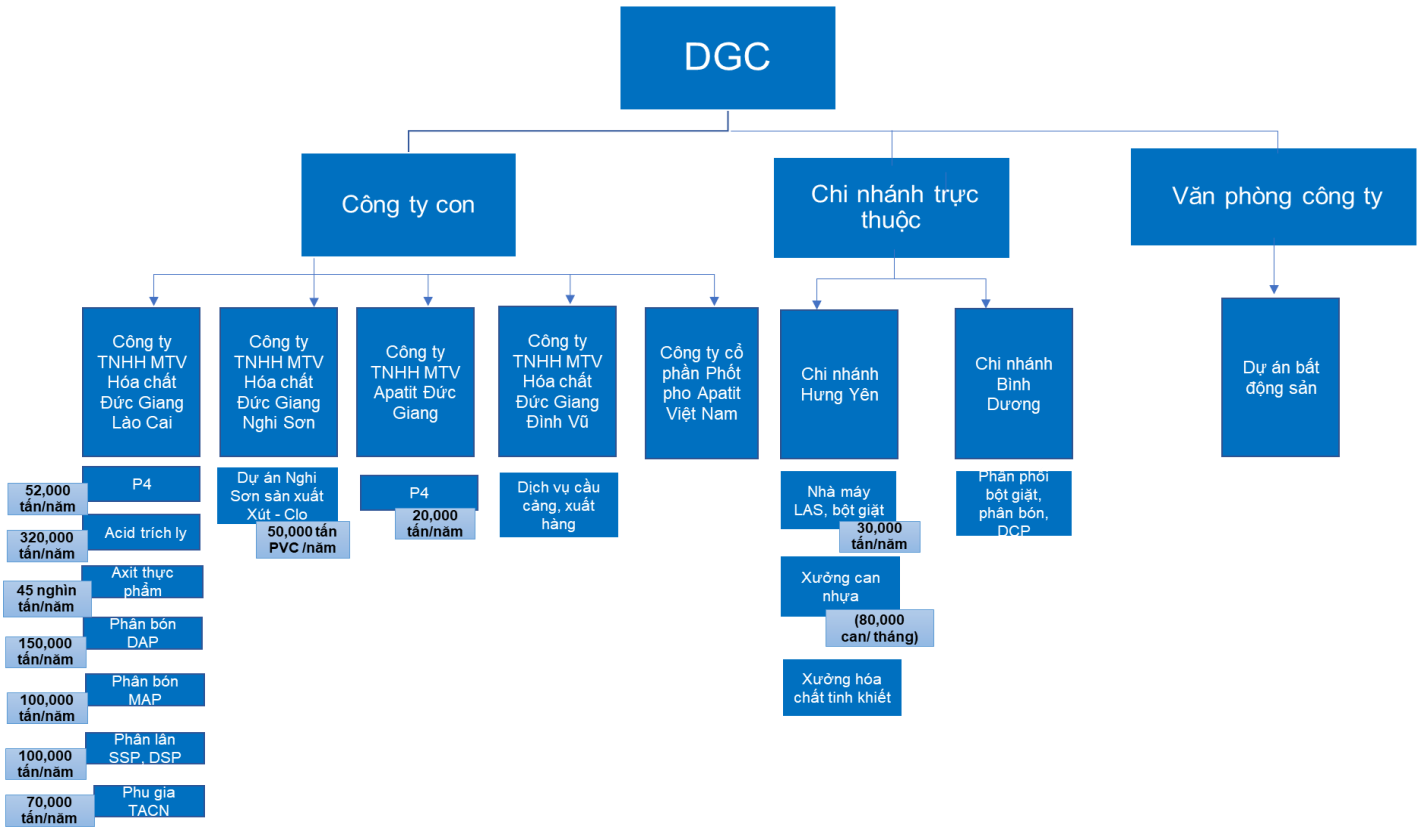
Về cơ cấu cổ đông của Tập đoàn, gia đình chủ tịch HĐQT Đào Hữu Huyền và ban lãnh đạo DGC sở hữu 41,3% số lượng cổ phần. Cổ đông nước ngoài nắm giữ 16,46% số lượng cổ phần, trong đó Quỹ CTBC Vietnam Equity Fund của Đài Loan nắm giữ 2,24% số lượng cổ phần.



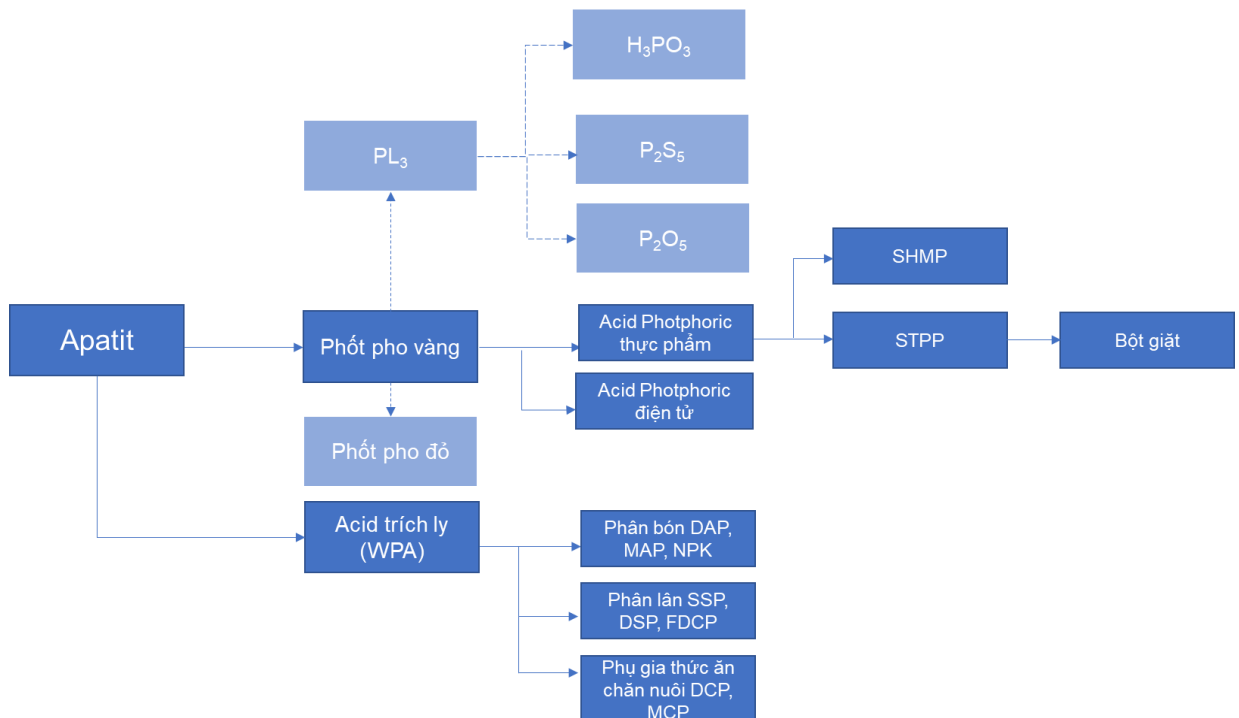
- Gia đình chủ tịch Đào Hữu Huyền và ban lãnh đạo DGC
- Cổ đông nước ngoài
- Cổ đông khác

Nguồn: DGC

Công ty con và công ty liên kết



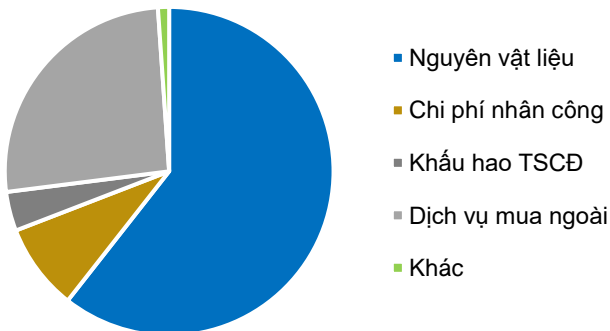
Chuỗi giá trị sản xuất



Nguyên liệu đầu vào – chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí sản xuất kinh doanh. DGC nỗ lực nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào nhằm “bảo vệ” biên lãi gộp

Chi phí nguyên vật liệu đầu vào chiếm ~60% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của DGC. Chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm 25-30% tổng chi phí, bao gồm chi phí vận chuyển và các dịch vụ khác. Chi phí nhân công và khấu hao tài sản cố định chiếm tỷ trọng nhỏ, từ 10-12% tổng chi phí sản xuất kinh doanh. DGC chủ yếu sản xuất các sản phẩm gốc phốt pho nên nguyên liệu đầu vào chính là quặng Apatit - chiếm ~30% tổng chi phí nguyên vật liệu đầu vào. Các nguyên liệu khác để sản xuất hóa chất bao gồm than cốc, lưu huỳnh, đá quắc zít ước tính chiếm 10-12% tổng chi phí. Bên cạnh đó, do đặc thù sản xuất ngành hóa chất cần sử dụng nguồn điện lớn để thực hiện các phản ứng hóa học nên chi phí điện năng tiêu thụ cho sản xuất khá lớn, chiếm hơn 40% tổng chi phí nguyên vật liệu đầu vào. Hiện DGC đã tự chủ được một phần quặng Apatit, còn than cốc và lưu huỳnh đều nhập 100% từ nước ngoài (Đài Loan, Hàn Quốc, Singapore), chịu ảnh hưởng hoàn toàn theo sự biến động của giá thế giới.

Chi phí sản xuất theo yếu tố kinh doanh



Cơ cấu chi phí nguyên liệu đầu vào



Nguồn: DGC

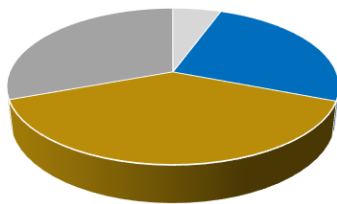
Dự án Khai trường 25 & Khai trường 19b giúp DGC tự chủ nguồn quặng Apatit

Đầu năm 2020, DGC được tỉnh Lào Cai chấp thuận dự án khai thác quặng Apatit tại Khai trường 25 (huyện Bát Xát, tỉnh Lào Cai) với tổng vốn đầu tư là 210 tỷ đồng, được đầu tư từ nguồn vốn đầu tư phát triển. Khai trường 25 có diện tích 28,9 ha với trữ lượng cho phép khai thác 3,7 triệu tấn quặng trong vòng 6 năm (bao gồm 492 nghìn tấn quặng loại I và 3,2 triệu tấn quặng loại III), ước tính trữ lượng khai thác tầm 600 nghìn tấn/năm. Khai trường này giúp DGC tự chủ 50% nguyên liệu đầu vào trong năm 2022, ước tính tiết kiệm 50-60% chi phí mua quặng. Ngoài ra, cuối năm 2022, Công ty ký kết hợp tác với Công ty cổ phần Hóa chất Lào Cai nhằm bao tiêu toàn bộ sản lượng quặng Apatit do Công ty cổ phần Hóa chất Lào Cai khai thác tại khai trường 19b với trữ lượng quặng khai thác hơn 5 triệu tấn quặng (thời gian khai thác: 5 năm), ước tính mỗi năm DGC bao tiêu ~1 triệu tấn quặng đầu vào, nâng mức tự chủ nguyên liệu đầu vào lên 70-80% trong thời gian tới.

Tình hình nguồn quặng Apatit ở Việt Nam – quặng giàu P₂O₅ ngày càng khan hiếm:

Quặng Apatit Việt Nam tập trung ở khu vực tỉnh Lào Cai với tổng trữ lượng lên tới hơn 2 tỷ tấn, thời gian khai thác khoảng trên 20 năm. Quặng apatit không được phép xuất khẩu, chủ yếu cung cấp cho sản xuất lân, Phốt pho vàng trong nước. Căn cứ vào trữ lượng quặng Apatit được thăm dò, tỷ lệ quặng Apatit tại Lào Cai được phân bổ như sau: Quặng loại I (quặng giàu P₂O₅ nhất) chiếm 5,6%, quặng loại II chiếm 25,3%, quặng loại III chiếm 38,5%, quặng loại IV chiếm 30,6%. Trữ lượng quặng nghèo chiếm (quặng loại II & IV) gần 60% tổng trữ lượng quặng Apatit. Hiện tại, quặng Apatit loại I đang cạn kiệt dần, khiến một số doanh nghiệp hoạt động cầm chừng hoặc tạm nghỉ. Công ty TNHH MTV Hoá chất Đức Giang Lào Cai đã chủ động tìm nguồn quặng bổ sung, nghiên cứu tận dụng quặng loại III bằng cách thay đổi tỷ lệ pha trộn, đảm bảo sản lượng quặng phục vụ cho việc sản xuất Phốt pho vàng.

Tỷ trọng lượng quặng Apatit



- ▣ Quặng loại I
- ▣ Quặng loại II
- ▣ Quặng loại III
- ▣ Quặng loại IV

Đặc điểm các loại quặng Apatit ở Lào Cai

Loại quặng	% P ₂ O ₅
Loại I	30-40%
Loại II	18-28%
Loại III	12-25%
Loại IV	8-12%

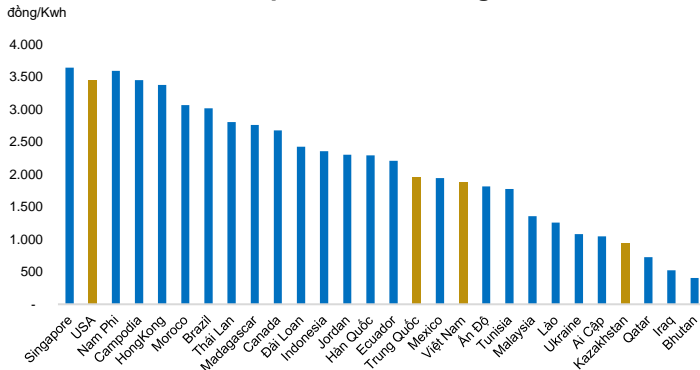
Nguồn: VNR500, DGC

Điện – Chiếm tỷ trọng cao trong chi phí đầu vào, có lợi thế về giá điện rẻ so với các quốc gia sản xuất Phốt pho khác

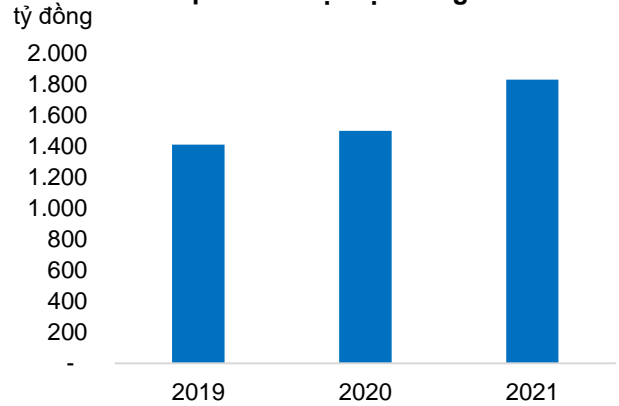
Chi phí điện chiếm 41,2% tổng chi phí đầu vào, là chi phí lớn nhất trong sản xuất hóa chất của DGC. Phốt pho vàng (P4) là sản phẩm đầu tiên và quan trọng nhất trong chuỗi sản xuất của DGC (chiếm 39% doanh thu năm 2021). Để sản xuất một tấn Phốt pho vàng cần tiêu thụ lượng điện năng khoảng 14.000 KWh, ước tính chi phí điện sản xuất Phốt pho vàng chiếm 75% tổng chi phí điện sản xuất hóa chất của DGC.

Hiện tại, DGC phụ thuộc hoàn toàn vào hệ thống lưới điện quốc gia của EVN, đồng nghĩa với việc Công ty chịu rủi ro tăng chi phí năng lượng đầu vào. Năm 2017, DGC đã lên kế hoạch xây dựng nhà máy nhiệt điện tại Lào Cai để tự chủ nguồn năng lượng đầu vào. Tuy nhiên, dự án này đã bị hoãn vô thời hạn do Chính phủ ban hành chính sách mới nhằm bảo vệ môi trường. Theo Quy hoạch điện 8, tốc độ tăng trưởng CAGR của giá điện trong giai đoạn 2020-2030 từ 0,6% - 1,8%. Mặc dù giá điện tăng, Việt Nam vẫn đang nằm trong nhóm các quốc gia có giá điện rẻ nhất thế giới, thấp hơn Trung Quốc và Mỹ- hai trong bốn quốc gia sản xuất Phốt pho vàng lớn nhất thế giới (4 quốc gia sản xuất P4 lớn nhất thế giới gồm: Trung Quốc, Mỹ, Kazakhstan và Việt Nam). Điều này giúp sản phẩm P4 của DGC có lợi thế cạnh tranh về giá hơn các đối thủ đến từ Trung Quốc và Mỹ. Còn đối với Kazakhstan, DGC tự tin về chất lượng sản phẩm tốt hơn Phốt pho vàng của Kazakhstan vì chất quặng của quốc gia này đa phần lạc hậu và nhiều tạp chất hơn.

Việt Nam thuộc top các quốc gia có giá điện bình quân rẻ nhất thế giới



Chi phí tiêu thụ điện năng DGC



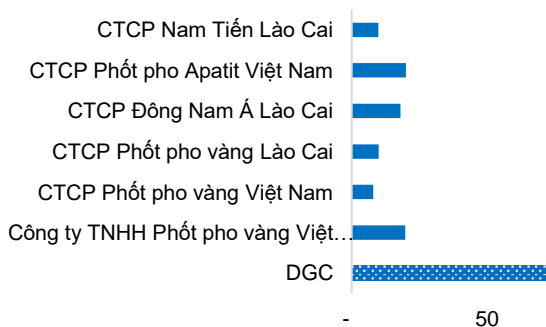
Nguồn: Globalpetrolprices, DGC, BVSC ước tính

Sản xuất: DGC đứng đầu năng lực sản xuất P4 tại Việt Nam

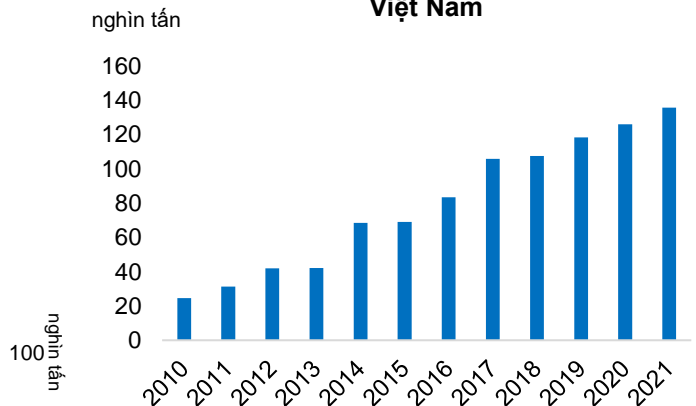
Việt Nam có 7 doanh nghiệp tham gia sản xuất và kinh doanh Phốt pho vàng, chủ yếu tập trung tại tỉnh Lào Cai. Sau thương vụ sáp nhập Đức Giang Lào Cai năm 2017, DGC trở thành doanh nghiệp có năng lực sản xuất Phốt pho vàng lớn nhất cả nước với tổng công suất 72 nghìn tấn năm, chiếm 46% tổng công suất các nhà máy sản xuất P4 trong nước. Hiện công ty đã khai thác 86% tổng công suất của hai nhà máy sản xuất P4.

DGC là một trong những doanh nghiệp đi đầu về công nghệ tuyển quặng Apatit tại Lào Cai. Mặc dù, quặng loại II rất khó tuyển bằng phương pháp vật lý (trong đó khoáng Apatit, dolomit và canxit có tính chất tương tự nhau), công nghệ của DGC cho phép có thể dùng quặng Apatit loại II (hàm lượng P2O5 chỉ từ 18-25%) và than antraxit (hàm lượng cac-bon thấp hơn) để sản xuất Phốt pho vàng, tạo ra lợi thế về giá thành khi quặng loại II và than antraxit có giá thấp hơn hẳn quặng loại I và than cốc mà các công nghệ cũ buộc phải sử dụng.

Công suất sản xuất Phốt pho vàng 2021



Sản lượng sản xuất Phốt Phơ vàng Việt Nam



Nguồn: Báo cáo Chiến lược phát triển ngành hóa chất của Bộ Công thương Việt Nam tới 2035, Statista

Đầu ra: Sản xuất đa dạng sản phẩm, linh động trong việc chuyển đổi sản phẩm nhằm đáp ứng kịp thời nhu cầu thị trường

Phốt pho vàng là sản phẩm chủ lực của DGC: chiếm 40% tổng doanh thu, với tốc độ tăng trưởng CAGR 26%/năm trong giai đoạn 2016-2021. Biên lãi gộp Phốt pho vàng ~35%, đóng góp 42% tổng lợi nhuận gộp năm 2021.

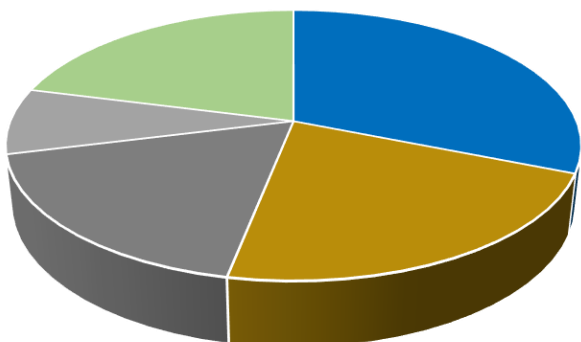
DGC chủ yếu xuất khẩu sản phẩm Phốt pho vàng sang các quốc gia Châu Á (Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan), Mỹ và EU.

Trước đây, Ấn Độ là thị trường xuất khẩu Phốt pho vàng lớn nhất của DGC. Quốc gia này nhập Phốt pho vàng để sản xuất thuốc diệt cỏ phục vụ cho canh tác nông nghiệp, các sản phẩm xuất khẩu sang Ấn Độ thuộc phân khúc thấp.

Hiện nay, DGC đẩy mạnh xuất khẩu Phốt pho vàng sang các nước Châu Á – “cái nôi” của ngành công nghiệp sản xuất ô tô, điện tử của châu Á. Các quốc gia này nhập khẩu Phốt pho vàng và các sản phẩm liên quan để phục vụ cho các mục đích công nghiệp khác (ô tô, điện tử). Ban lãnh đạo DGC cho biết thị phần của DGC tại Hàn Quốc là gần như 100% và tại Nhật là 40%, các sản phẩm xuất sang thị trường Châu Á thuộc phân khúc cao. Theo Statista, thị trường chất bán dẫn toàn cầu tăng trưởng CAGR ~8% trong giai đoạn 2025-2030, trong đó thị trường Châu Á Thái Bình Dương có mức tăng trưởng cao nhất.

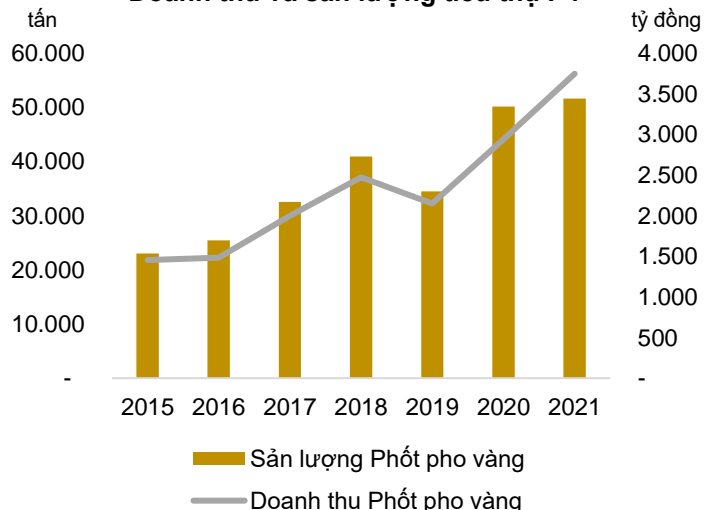
DGC cũng xuất khẩu các sản phẩm tầm trung sang Mỹ và các nước EU để phục vụ trong sản xuất chất chống cháy, nhựa và dầu nhờn cơ động. Với việc EVFTA có hiệu lực từ tháng 8 năm 2020, thuế suất áp dụng đối với mặt hàng Phốt pho vàng được điều chỉnh từ 5,5% xuống 0%, giúp Công ty cạnh tranh hơn so với đối thủ cạnh tranh chính Kazakhstan tại thị trường EU. Tuy nhiên, sản lượng Phốt pho vàng hiện tại gần đạt công suất tối đa, do đó trong ngắn hạn DGC sẽ chưa thể tăng sản lượng xuất khẩu vào thị trường EU.

Thị trường xuất khẩu chính Phốt pho vàng của DGC



■ Ấn Độ ■ Hàn Quốc ■ Nhật Bản ■ Đài Loan ■ Khác

Doanh thu và sản lượng tiêu thụ P4



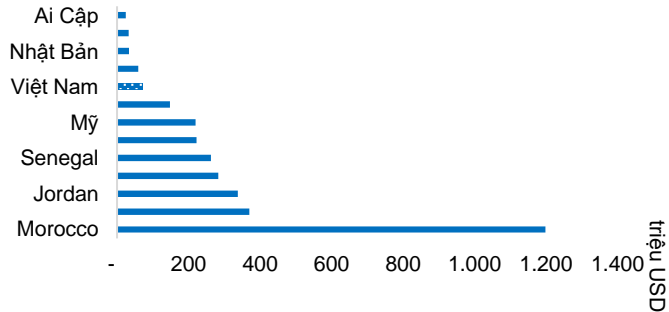
Nguồn: DGC

Axit Phosphoric trích ly (WPA): Nhà máy Axit Phosphoric trích ly của DGC vận hành ổn định từ năm 2015, là đơn vị đầu tiên sản xuất axit trích ly đạt tiêu chuẩn xuất khẩu (MGPA) với công suất thiết kế 320 nghìn tấn/năm. DGC chủ yếu xuất khẩu WPA sang thị trường Châu Á (Ấn Độ, Trung Quốc và Philippines). Trong nước, DGC cung cấp WPA cho một số khách hàng lớn, chuyên sản xuất phân lân hóa học, doanh thu nội địa chỉ chiếm khoảng 10-15% doanh thu WPA. DGC linh động điều chỉnh cơ cấu sản xuất giữa WPA và các sản phẩm dẫn xuất nông nghiệp của công ty dựa trên nhu cầu của thị trường bởi WPA là nguyên liệu đầu vào chính cho các loại phân bón như MAP, DAP, NPK hóa học và các chất phụ gia TACN gốc photphat. Hơn 50% sản lượng WPA hàng năm của DGC đều dành cho sản xuất phân bón và phụ gia TACN. Trong dài hạn, Công ty cũng sẽ không nâng công suất sản xuất WPA do những quan ngại về môi trường. Tỷ trọng đóng góp doanh thu Axit Phosphoric trích ly từ 24% năm 2018 xuống còn 11% năm 2021, với biên lãi gộp 30-35%.

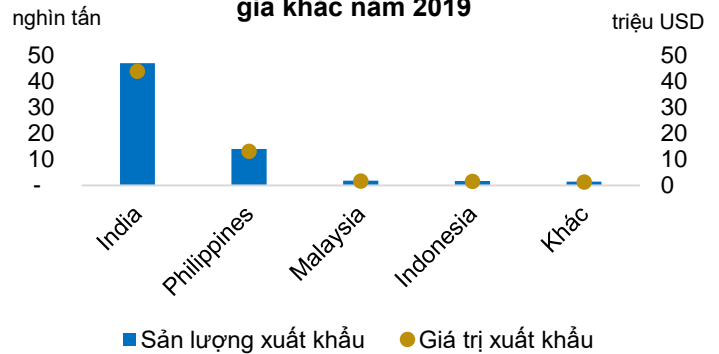
Axit Photphoric thực phẩm (HPO 85%) - được sử dụng trong công nghiệp luyện kim, xử lý bề mặt kim loại, sản xuất linh kiện điện tử hoặc tinh chế để sử dụng trong công nghiệp thực phẩm. DGC bán trong nước ~40% còn lại xuất khẩu sang Nhật Bản và Hàn Quốc. Doanh thu Axit Photphoric thực phẩm đóng góp từ 15 - 18% tổng doanh thu cho DGC. Biên lãi gộp của sản phẩm này khoảng 15-17%.

Chuyển hướng tập trung sản xuất Axit Photphoric điện tử: DGC đã đưa vào hoạt động dây chuyền sản xuất axit cấp điện tử với công suất 30 nghìn tấn/năm (tổng mức đầu tư là 66 tỷ đồng) trong năm 2022. Axit cấp điện tử là loại Axit Photphoric cấp 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. Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng axit cấp điện tử sẽ tăng trưởng theo đà phát triển ngành điện thoại, điện tử và điện máy tại các quốc gia Châu Á. Trong năm 2023, Công ty dự kiến sẽ đẩy mạnh sản xuất và xuất khẩu Axit Photphoric cấp điện tử (dùng sản xuất LCD) sang thị trường Đài Loan, Hàn Quốc trong năm 2023, để bù đắp cho lượng xuất khẩu Photpho vàng sụt giảm. Dự kiến nhà máy sản xuất sản phẩm này có thể vận hành với công suất tối đa ngay trong 2023 nhờ đã có đối tác đặt mua ~35 nghìn tấn. Ban lãnh đạo công ty cho biết các khách hàng mua LCD đều kiểm định chất lượng hàng hóa khi nhập hàng vì vậy Công ty chú trọng đến chất lượng chế biến sâu mặt hàng này (biên lãi gộp Axit Photphoric cấp điện tử cao hơn Photpho vàng).

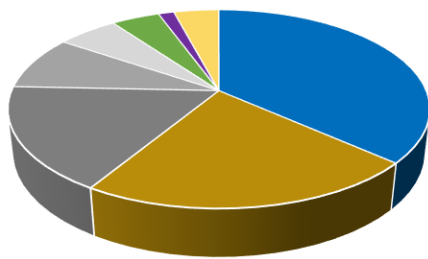
Các quốc gia xuất khẩu Axit Photphoric lớn nhất thế giới năm 2020



Giá trị và sản lượng xuất khẩu Axit Photphoric của Việt Nam sang các quốc gia khác năm 2019

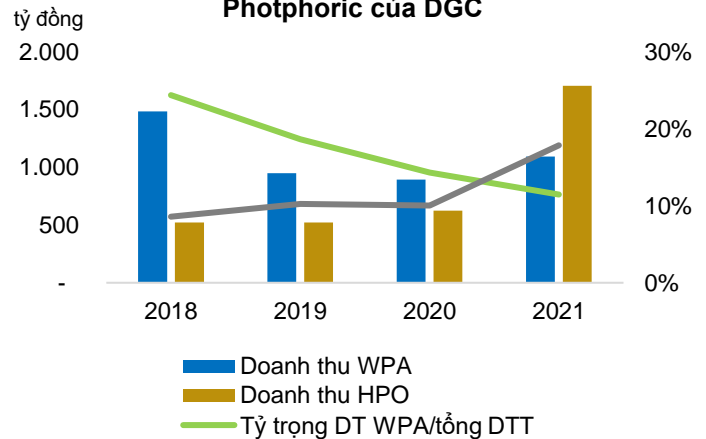


Thị trường xuất khẩu chính Axit Photphoric thực phẩm (HPO) của DGC



- Ấn Độ
- Indonesia
- Malaysia
- Đài Loan
- Hàn Quốc
- Thái Lan
- Úc
- Khác

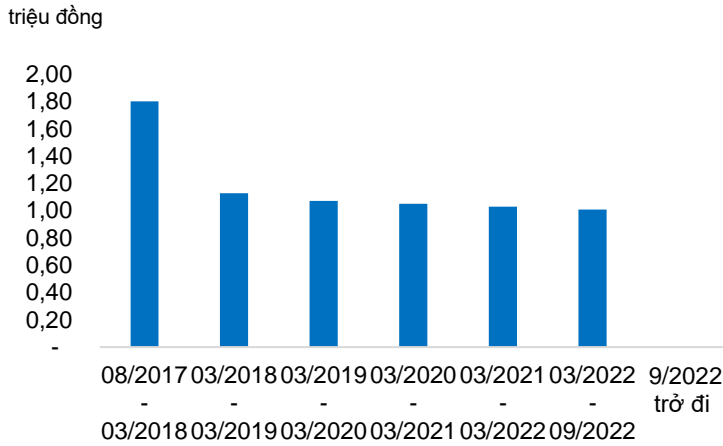
Doanh thu và tỷ trọng đóng góp mảng Axit Photphoric của DGC



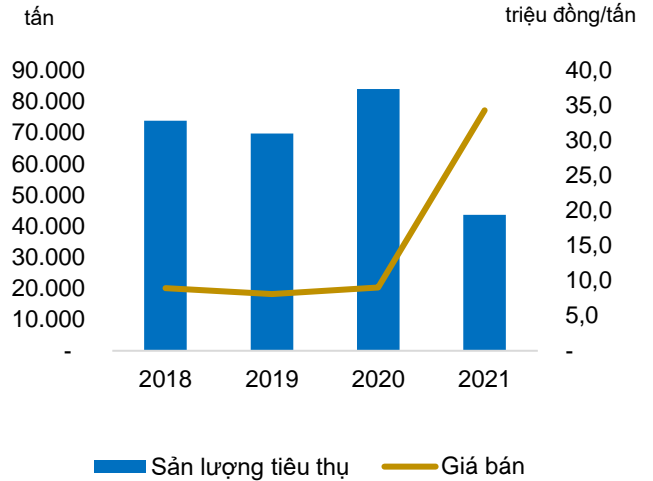
Nguồn: World Intergrated Trade Solution, Statista, DGC

Phân bón MAP và DAP chịu áp lực cạnh tranh từ giá nhập khẩu rẻ từ Trung Quốc: DGC là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sản xuất được phân bón phức hợp MAP (12% N, 61% P). Đây là loại phân bón chứa hàm lượng photpho cao, phải nhập khẩu để bù đắp thiếu hụt nhu cầu trong nước. Tuy nhiên, các sản phẩm MAP và DAP nội địa có giá thành cao hơn (do chi phí sản xuất cao hơn) nên khó cạnh tranh với các sản phẩm giá rẻ cùng loại được nhập khẩu từ Trung Quốc. Vì vậy, Bộ Công thương đã áp mức thuế tự vệ đối với phân bón DAP, MAP nhập khẩu sẽ ở mức hơn 1 triệu đồng/tấn giai đoạn 7/3/2022 - 6/9/2022, giúp các công ty sản xuất phân bón trong nước nói chung và DGC nói riêng có lợi thế cạnh tranh về giá với các sản phẩm nhập khẩu. Trong giai đoạn 2020 – 2022, doanh thu phân bón MAP và DAP của DGC tăng 61%YoY, đóng góp 12-15% tổng doanh thu. Bước sang 2023, chúng tôi nhận định ngành phân bón nội địa sẽ khó khăn hơn khi Bộ Công thương ngừng gia hạn thuế tự vệ nhóm phân bón từ tháng 9/2022, đồng thời nhu cầu tiêu thụ nội địa đang ở mức thấp, dẫn đến sản lượng tiêu thụ phân bón nội địa sụt giảm. Do đó, DGC đã có kế hoạch đẩy mạnh xuất khẩu phân bón sang các quốc gia ASEAN (Indonesia, Philippines, Ấn Độ), Bangladesh trong 2023 do nguồn cung phân bón thế giới vẫn kém do Nga và Trung Quốc - hai quốc gia xuất khẩu phân bón lớn nhất thế giới áp hạn ngạch xuất khẩu các loại phân bón quan trọng như Urea, DAP, MAP, NPK.

Mức thuế tự vệ đối với phân DAP và MAP nhập khẩu vào Việt Nam



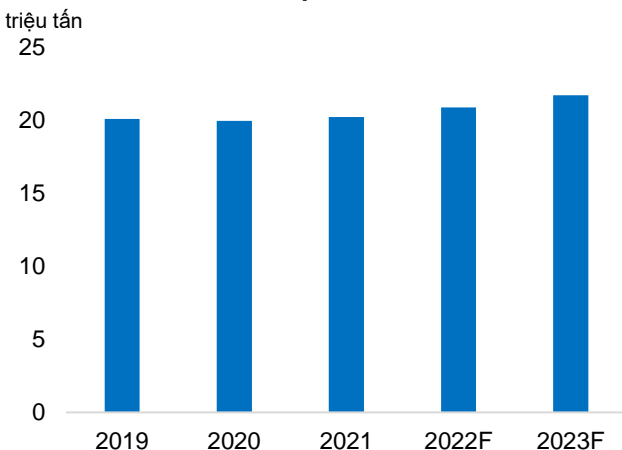
Sản lượng tiêu thụ và giá bán phân bón MAP và DAP của DGC



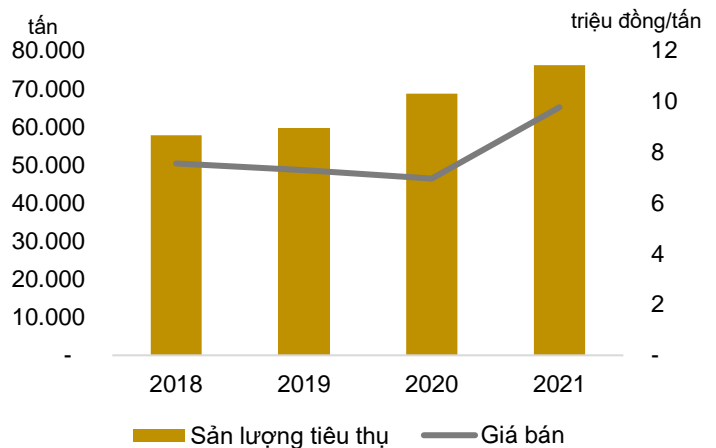
Nguồn: Bộ Công Thương, DGC

Phụ gia thức ăn chăn nuôi: DGC sở hữu nhà máy sản xuất phụ gia thức ăn chăn nuôi lớn nhất cả nước với công suất 100.000 tấn/năm, cung ứng khoảng 90% lượng DCP cho các nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi trong nước. Doanh thu mảng phụ gia thức ăn chăn nuôi đóng góp 8% tổng doanh thu với tăng trưởng CAGR 51%/năm trong giai đoạn 2020-2022. Các khách hàng lớn như Cargill, Newhope, Con Cò giúp ổn định đầu ra cho DGC.

Nhu cầu thức ăn chăn nuôi sản xuất tại Việt Nam



Sản lượng và giá bán phụ gia thức ăn chăn nuôi của DGC



Nguồn: Statista, DGC

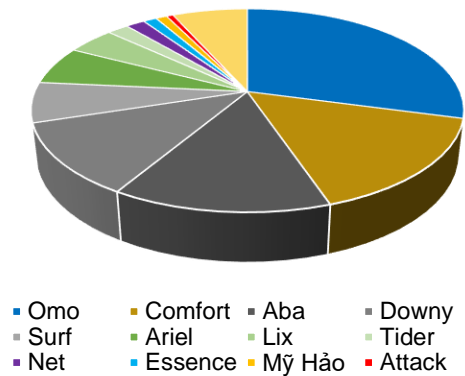
Màng bột giặt, chất tẩy rửa: chịu áp lực cạnh tranh, chuyển hướng sang chất tẩy rửa và tạo bọt LAS: Bột giặt, chất tẩy rửa là mảng kinh doanh truyền thống của DGC nhưng không có lợi thế về thương hiệu. Các thương hiệu truyền thống của DGC như Đức Giang, Soffy, Will. Mặt hàng bột giặt của Công ty hiện đang bị cạnh tranh rất gay gắt từ các tập đoàn sản xuất chất tiêu dùng đa quốc gia như Unilever và P&G. Doanh thu mảng bột giặt tăng trưởng -15%/năm trong giai đoạn 2016-2022. DGC đã đầu tư công nghệ mới và nâng cấp dây chuyền sản xuất bột giặt

và chất tẩy rửa từ 10.000 tấn lên 30.000 tấn/năm tại chi nhánh Hưng Yên. Công ty bắt đầu chuyển hướng sang sản xuất chất tẩy rửa, chất tạo bọt LAS với giá bán cao hơn để cung ứng cho các thương hiệu lớn trong nước. Doanh thu chất tẩy rửa và tạo bọt LAS tăng 30%/năm trong giai đoạn 2016-2022, trong đó chất tạo bọt LAS đóng góp 80% doanh thu, có mức tăng trưởng gấp 4 lần so với 2016.

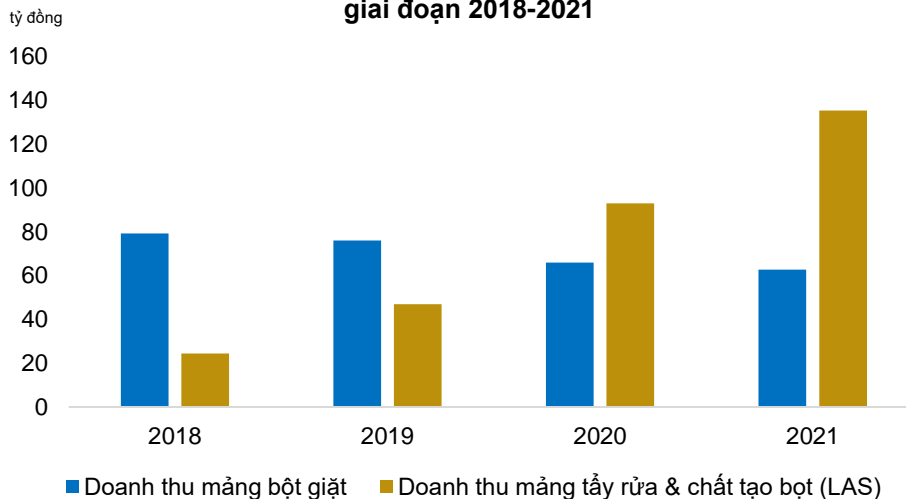
Các thương hiệu bột giặt được người Việt tin dùng



Thị phần các thương hiệu bột giặt/nước xả tại Việt Nam



Doanh thu bột giặt, chất tẩy rửa và chất tạo bọt giai đoạn 2018-2021



Nguồn: Q&Me, Euromonitor, DGC

Các dự án của DGC trong dài hạn: Khởi công tổ hợp hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn giai đoạn 1 trong 1H2023 và nghiên cứu dự án bauxite – nhôm

- Dự án tổ hợp hóa chất Đức Giang – Nghi Sơn:** Trong chuyến thăm doanh nghiệp đầu tháng 11/2022, Ban lãnh đạo DGC cho biết dự này sẽ khởi công giai đoạn 1 vào tháng 6/2023 và khoảng một năm sau sẽ đi vào hoạt động. Nguồn vốn cho dự án Nghi Sơn chủ yếu đến từ vốn tự có khi Công ty có gần 8.000 tỷ đồng tiền gửi tiết kiệm.

Danh mục sản phẩm và mức đầu tư dự án hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn giai đoạn 1

Sản phẩm	Ứng dụng trong công nghiệp	Công suất (tấn/năm)	Mức đầu tư (tỷ đồng)
Xút - Natri hydroxit (NaOH 98%)	Xử lý nước, sản xuất giấy, chất tẩy rửa	50	862
Axit Chlohydric (HCl 35%)	Chất tẩy gỉ thép, sản xuất nhựa, hóa dầu	15	144
Polyaluminum Chloride (PAC 30%)	Xử lý nước thải	20	65
Calcium hypochlorite (Ca(ClO) ₂ 70%)	Thuốc khử trùng, chất tẩy rửa	20	57
Javen (NaClO 30%)	Chất tẩy vải, giấy	10	7
Khí Clo lỏng (Cl ₂ 99%)	Chất khử trùng, thuốc nhuộm	2	6
Axit Phosphorous (H ₃ PO ₃)	Sản xuất chất dẻo	10	215
Chloramin B	Chất diệt khuẩn, khử trùng	2	194
TỔNG			1.550
Chi phí thuê đất giai đoạn 1			176
Chi phí xây dựng công trình			624
Vốn lưu động			50
TỔNG			2.400

Nguồn: DGC

Triển vọng mảng Xút – kỳ vọng thay thế hàng nhập khẩu

Thiếu hụt nguồn cung nội địa: 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 (đã hoạt động tối đa công suất). Do đó, Xút nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ (với tốc độ tăng trưởng CAGR trên 20%/năm) ngày càng chiếm tỷ trọng lớn và cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm nội địa. Trong giai đoạn 2020-2030, nhu cầu Xút nội địa dự kiến sẽ tăng mạnh để phục vụ quá trình chế biến bauxite để sản xuất nhôm hydroxit và nhôm oxit (Alumin).

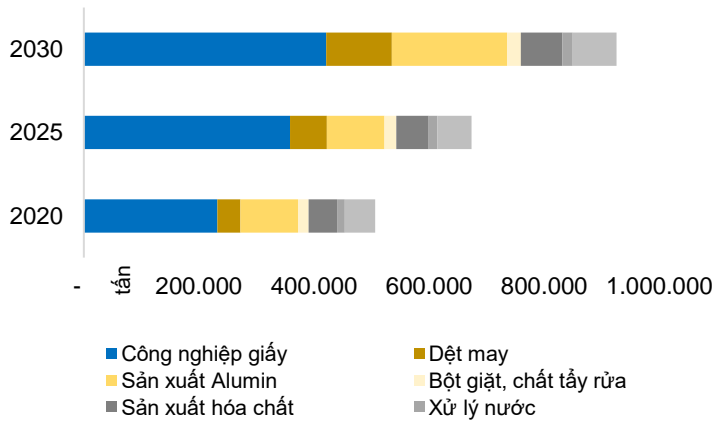
Chủ động ổn định nguồn nguyên liệu đầu vào: Dự án sản xuất Xút của DGC nằm trong khu công nghiệp Nghi Sơn (huyện Tĩnh Gia, tỉnh Thanh Hóa) - nơi có khoảng 20 mỏ đá vôi lớn nhất đạt 32,4 triệu m³ (chiếm 27% tổng trữ lượng tỉnh Thanh Hóa), cung cấp nguồn nguyên liệu đá vôi dồi dào. Bên cạnh đó, các loại hóa chất đầu vào khác (amoniac; nhôm hydroxit), DGC dự kiến nhập từ các nhà cung cấp tại Ninh Bình và khu vực miền Trung đảm bảo đủ nguồn nguyên liệu đầu vào khi dự án Xút - Clo giai đoạn 1 đi vào hoạt động. Ngoài ra, chi phí điện năng tại Việt Nam rẻ hơn so với Trung Quốc và Ấn Độ, điều này cũng giúp cho DGC có lợi thế về giá hơn các đối thủ cạnh tranh (tỷ trọng chi phí điện năng phục vụ sản xuất chiếm hơn 40% chi phí nguyên nhiên liệu đầu vào).

Tuy nhiên, chúng tôi quan ngại nguồn cung muối công nghiệp trong nước thiếu hụt nghiêm trọng do thời tiết khí hậu thất thường nên sản lượng không ổn định, hạt muối lẫn nhiều tạp chất, không đáp ứng đủ tiêu chuẩn cho sản xuất hóa chất. Vì vậy, Việt Nam đã phải nhập khẩu muối công nghiệp từ Trung Quốc, Ấn Độ, Úc, Pakistan (chiếm khoảng 70% tổng hạn ngạch nhập khẩu muối) với mức thuế suất cao (thuế suất thông thường ~ 22,5% trong hạn ngạch và 75% với lượng nhập khẩu ngoài hạn ngạch). Mặc dù DGC có kế hoạch đầu tư nâng cấp cánh đồng muối Hậu Lộc (tỉnh Thanh Hóa) để sản xuất muối công nghiệp chất lượng cao, đảm bảo đủ nguồn nguyên vật liệu cho giai đoạn 1 hoạt động ổn định. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi

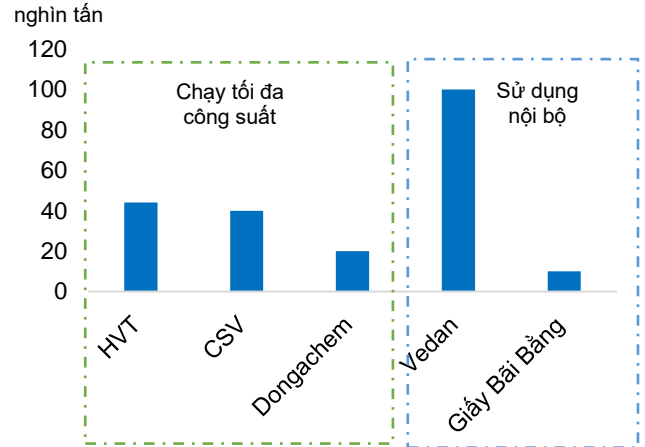
quan ngại DGC vẫn sẽ gặp khó khăn trong việc nhập khẩu muối và chịu áp lực “ăn mòn” lợi nhuận từ những biến động khó lường của giá muối trên thế giới.

Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng doanh thu dự án Đức Giang – Nghi Sơn giai đoạn 1 (2025-2030) lần lượt tăng trưởng 20%/năm, đóng góp 8-12% tổng doanh thu DGC.

Dự báo nhu cầu Xút đến năm 2030



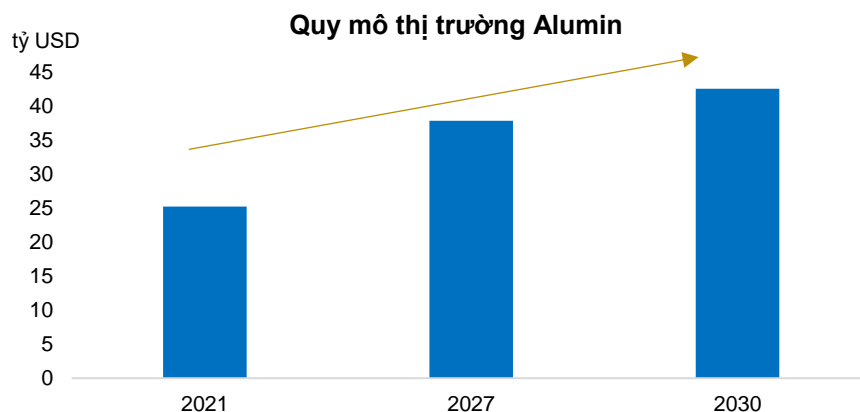
Sản xuất Xút trong nước



Nguồn: Báo cáo Chiến lược phát triển ngành hóa chất của Bộ Công thương Việt Nam tới 2035, BVSC tổng hợp

- Dự án bauxite nhôm dự kiến khởi công giai đoạn 2024-2025:** DGC đang nghiên cứu, khảo sát đối với vị trí mỏ bauxite tại huyện Tuy Đức và huyện Đắk Song. Dự kiến quy mô khai thác khoảng 14,4 triệu tấn quặng bauxite/năm, xây dựng 3 nhà máy tuyển quặng với công suất 5,8 triệu tấn quặng tinh/năm. Tổng mức đầu tư của cả 2 giai đoạn là 57.000 tỷ đồng. Trong chuyến thăm doanh nghiệp đầu tháng 11/2022, Ban lãnh đạo DGC cho biết Công ty định hướng tập trung sản xuất Alumin, chứ chưa đủ khả năng sản xuất nhôm vì cần một lượng điện năng lớn và sự bất ổn nguồn điện trong nước là rào cản đối với quá trình điện phân nhôm, ước tính sau khi dự án đi vào hoạt động sẽ đóng góp hơn 4.800 tỷ đồng vào tổng doanh thu.

Hiện nay dự án bauxite-nhôm vẫn đang ở giai đoạn nghiên cứu nên chúng tôi chưa đưa vào định giá và sẽ tiếp tục cung cấp thông tin chi tiết về triển vọng của dự án này trong các báo cáo tiếp theo.



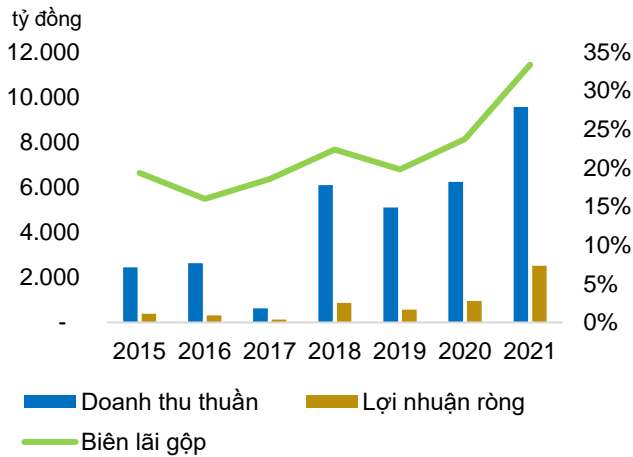
Nguồn: Maximize market research

Phân tích hoạt động kinh doanh của DGC

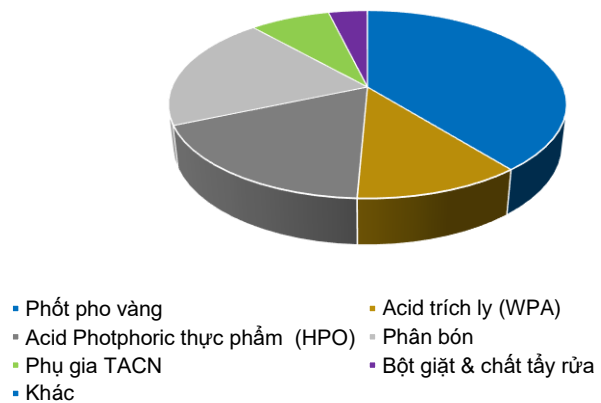
Doanh thu tăng vọt sau quá trình tái cấu trúc năm 2018

Trong 2018, sau khi sáp nhập với Đức Giang – Lào Cai, doanh thu DGC thu tăng hơn gấp 2 lần so với giai đoạn 2015-2016. DGC chính thức trở thành doanh nghiệp đứng đầu trong ngành hóa chất cơ bản, đặc biệt sản xuất phốt pho và các sản phẩm chứa gốc phốt pho. Mức tăng trưởng doanh thu của phốt pho và các sản phẩm chứa gốc phốt pho ~16%/năm trong giai đoạn 2018-2021. Trong đó, Phốt pho vàng tăng 15%/năm, Axit Photphoric thực phẩm tăng 48%/năm, phân bón MAP và DAP tăng 31%/năm.

Kết quả kinh doanh của DGC 2015-2021



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2021

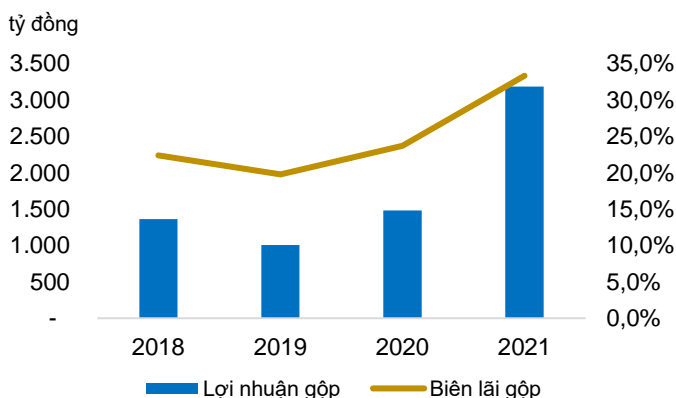


Nguồn: DGC

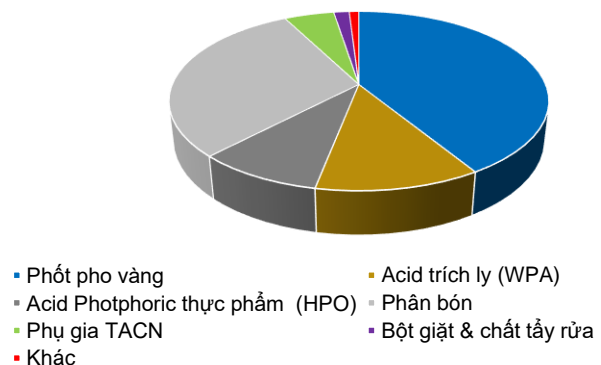
Biên lãi gộp cải thiện nhờ DGC tự chủ nguồn nguyên liệu đầu vào

Biên lãi gộp của DGC tăng mạnh 9,6 điểm phần trăm so với 2020, đạt 33,3% trong năm 2021 nhờ: (1) Nhu cầu sản xuất chip tăng thúc đẩy giá bán Phốt pho vàng tăng mạnh trong bối cảnh Trung Quốc cắt giảm sản lượng sản xuất Phốt pho vàng để bảo vệ môi trường và tiết kiệm năng lượng; và (2) Tiết kiệm 50-60% chi phí mua quặng bên ngoài nhờ khai thác Khai trường 25.

Lợi nhuận gộp và biên lãi gộp của DGC



Cơ cấu lợi nhuận gộp theo sản phẩm của DGC

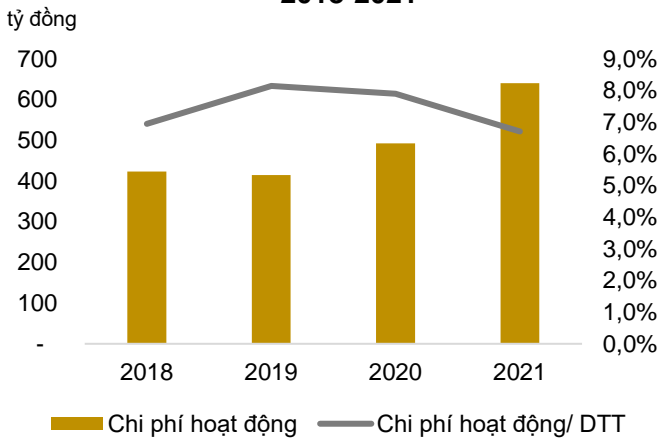


Nguồn: DGC

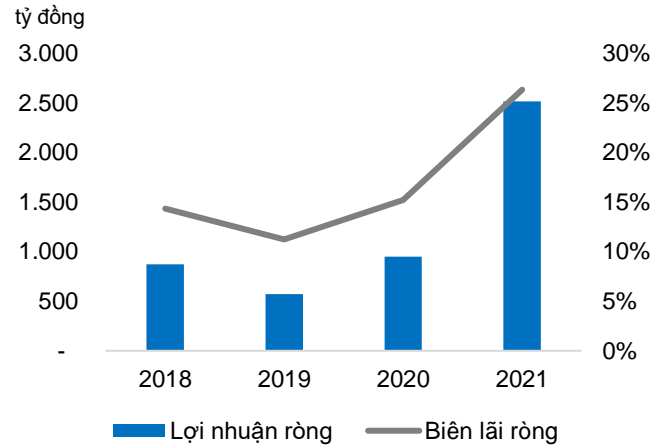
Kiểm soát tốt chi phí hoạt động và chi phí lãi vay thấp, giúp “bảo vệ” được lợi nhuận ròng

Tỷ lệ chi phí hoạt động/Doanh thu thuần của DGC cải thiện dần qua các năm, giảm từ mức 8,1% năm 2019 xuống còn 6,7% năm 2021. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay giảm mạnh 31%. Do đó, Lợi nhuận ròng tăng 165%, vượt mức tăng trưởng Doanh thu thuần (65%).

Tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT của DGC 2018-2021



Lợi nhuận ròng và biên lãi ròng DGC



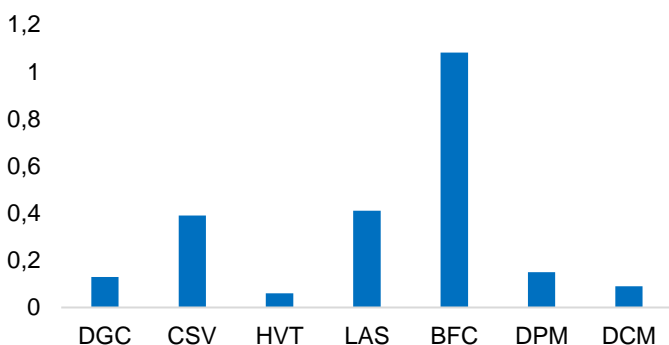
Nguồn: DGC

Bảng cân đối kế toán lành mạnh

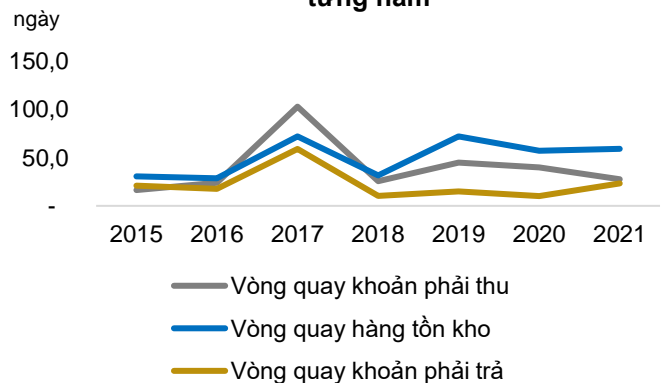
Tỷ lệ nợ vay thấp và khả năng thanh toán lành mạnh: Tỷ lệ đòn bẩy D/E ~0,13% trong năm 2021, ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong khi đó, tỷ lệ tiền mặt cao chiếm 44% tổng tài sản, đạt gần 4.000 tỷ đồng. Công ty có thể ưu tiên sử dụng nguồn vốn tự có, mà không cần phải vay nợ thêm trong bối cảnh lãi suất tăng cao. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của DGC ở mức tốt với chỉ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 2,74 lần và chỉ số chi trả lãi vay (EBITDA/(Lãi vay+Nợ ngắn hạn)) ở mức khoảng 3,3 lần. Cả 2 chỉ số này đều có xu hướng cải thiện qua các năm.

Vòng quay vốn lưu động cải thiện: Số ngày phải thu, phải trả và tồn kho dao động khá đáng kể trước giai đoạn tái cấu trúc. Tuy nhiên, sau 2018, các chỉ số này đã cải thiện và bắt đầu ổn định.

Tỷ lệ nợ/ VCSH của các công ty trong ngành hóa chất, phân bón năm 2021



Vòng quay vốn lưu động cải thiện qua từng năm



Nguồn: Fiinpro

Dự phóng kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	9.550	14.691	12.567	
Phốt pho & sản phẩm có gốc phốt pho	9.189	14.365	12.049	Doanh thu 2023 giảm do có mức nền cao từ 2022, trong đó mảng Phốt pho vàng ước tính giảm 26% do sản lượng tiêu thụ và giá bán đều giảm mạnh.
- Phốt pho vàng (P4)	3.746	7.811	5.749	Nhu cầu điện tử sụt giảm mạnh trong bối cảnh suy thoái kinh tế khiến nhu cầu Phốt pho vàng cho sản xuất chất bán dẫn giảm. DGC dự kiến sẽ giảm giá bán, đồng thời giảm sản lượng xuất khẩu Phốt pho vàng trong năm 2023. Giá bán dự kiến neo ở 4.500 – 6.000 USD/tấn, giảm 10-30% so với 2022.
- Axit WPA 50%	1.095	1.477	1.395	Giảm xuất khẩu WPA, ưu tiên cho sản xuất phân bón.
- Axit HPO 85%	1.706	1.576	1.651	Đẩy mạnh xuất khẩu Axit Photphoric điện tử cho các đối tác Hàn Quốc, Đài Loan.
- Phân bón (DAP, MAP, supe lân các loại)	1.892	2.414	2.291	Giá phân bón khó tăng mạnh do tồn kho từ nửa đầu năm, nông dân lo ngại mở rộng diện tích canh tác khi chi phí trồng trọt tăng và giá nông sản có xu hướng quay đầu giảm trong bối cảnh lạm phát kéo dài và khủng hoảng năng lượng.
- Phụ gia thức ăn chăn nuôi	744	1.084	960	Giá phụ gia thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt so với 2022.
- Khác	6	3	3	
Hóa chất và chất tẩy rửa	358	412	518	Động lực tăng trưởng đến từ chất tẩy rửa và chất tạo bọt (LAS).
Lợi nhuận gộp	3.182	7.008	4.545	Biên lãi gộp 2023 ước tính giảm 11 điểm phần trăm so với 2020 do giá bán của các sản phẩm cốt lõi đều giảm, nhưng tăng 3 điểm phần trăm so với năm 2021 nhờ Công năng tỷ lệ tự chủ nguồn nguyên liệu đầu vào.
Chi phí hoạt động	(640)	(723)	(818)	Tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT duy trì mức 5-6%.
EBIT	2.453	6.180	3.639	
Chi phí lãi vay	(13,7)	(11,9)	(12)	Công ty ưu tiên tài trợ dự án mới bằng nguồn vốn tự có, không vay mới thêm. Chi phí lãi vay ở mức thấp.
Lợi nhuận sau thuế	2.388	5.650	3.318	
EPS (đồng/cp)	13.122	14.876	8.737	

Định giá và quan điểm đầu tư

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho DGC ~ **73.300 đồng/cổ phiếu** với mức P/E năm 2022/2023 lần lượt là 4,9/8,4 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này khá hợp lý bởi triển vọng lợi nhuận tăng trưởng ổn định (CAGR EPS đạt 7,7% trong giai đoạn 2023-2028).

Định giá	Định giá	Tỷ trọng
Định giá theo phương pháp DCF	70.665	70%
Định giá theo phương pháp P/E	79.489	30%
Giá mục tiêu của DGC	73.300	

Chỉ tiêu	Giá trị
Beta doanh nghiệp	1,69
Market Risk Premium	8,21%
Risk-free Rate	5,1%
Cost of Equity	17,1%
E/A	82%
D/A	18%
Cost of Debt (after tax)	1,5%
WACC	14,4%
Terminal Growth	1%

Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	3.639	4.070	4.440	5.163	5.252	5.497
- Thuế	(181)	(203)	(222)	(259)	(264)	(593)
- Minority interest	(369)	(414)	(453)	(527)	(539)	(534)
+ Khấu hao	311	324	402	390	410	427
- CAPEX	(1.051)	(965)	(880)	(117)	(127)	(137)
- Thay đổi vốn lưu động	122	(189)	(423)	(442)	(324)	(492)
FCFF	2.471	2.623	2.863	4.208	4.408	4.168
PV of FCFF	2.160	2.005	1.913	2.459	2.251	1.861
PV of Terminal value	14.050					
Giá trị doanh nghiệp	26.669					
- Nợ	(855)					
+ Tiền mặt	993					
Giá trị vốn CSH tương ứng	26.837					
SL cổ phiếu lưu hành (CP)	379.778.413					
Giá mục tiêu theo DCF (đồng/cp)	70.665					

Phương pháp P/E

Chúng tôi xác định P/E ngành dựa trên trung bình có trọng số của 3 giá trị: (1) Trung bình P/E lịch sử của DGC trong 5 năm gần nhất, trọng số 20%; (2) P/E trung bình của một số doanh nghiệp sản xuất hóa chất, phân bón tại Việt Nam, trọng số 40%; (3) P/E trung bình của một số doanh nghiệp trên thế giới hoạt động trong lĩnh vực sản xuất hóa chất/phân bón (sau khi chiết khấu 30% do thị trường chứng khoán Việt Nam có mức sụt giảm mạnh hơn so với các quốc gia khác), trọng số 40%.

	Giá trị	Tỷ trọng	P/E ngành	Giá mục tiêu (đồng/cp)
P/E trung bình các DNNN	8,6	40%	9,1	79.489
P/E các doanh nghiệp trong nước	8,2	40%		
P/E trung bình trong 5 năm gần nhất	11,9	20%		

Các doanh nghiệp nội địa cùng ngành:

MCK	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (triệu USD)	P/E bình quân 5 năm	Dòng sản phẩm chủ lực
CSV	CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam	47	9	Xút
HVT	CTCP Hóa chất Việt Trì	21	7	Xút
LAS	CTCP Supe Phốt phát và hóa chất Lâm Thao	30	31	Phân bón, axit sunfuric
BFC	CTCP Phân bón Bình Điền	35	10	Phân bón
DPM	Tổng công ty Phân bón và Hóa chất dầu khí	595	7	Phân bón
DCM	CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau	570	9	Phân bón
Bình quân		216	8,24	

Các doanh nghiệp ngoại cùng ngành:

MCK	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ USD)	P/E bình quân 5 năm	Dòng sản phẩm chủ lực
600141 CH	Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	1.925	10	Phân bón, amoniac, lưu huỳnh,..
600096 CH	Yunnan Yuntianhua Co Ltd	5.229	10	Phân bón
600141 CH	Anhui Sierte Fertilizer Industry Ltd Co	993	15	Phân bón
300505 CH	Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co Ltd	709	26	WAP
300505 CH	China General Plastics Corp	395	16	PVC
Bình quân		158	12	

Rủi ro

- Biến động giá cả hàng hóa và nguyên vật liệu đầu vào
- Doanh thu phụ thuộc nhiều vào thị trường xuất khẩu, dễ chịu tác động tiêu cực nếu xảy ra chiến tranh, thiên tai,.. tại các quốc gia này.
- Khai thác quặng và sản xuất một số sản phẩm hóa chất gây ô nhiễm môi trường
- Các dự án mới đi vào hoạt động chậm hơn dự kiến

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	6.236	9.550	14.691	12.567
Giá vốn	(4.757)	(6.368)	(7.683)	(8.022)
Lợi nhuận gộp	1.479	3.182	7.008	4.545
Doanh thu tài chính	122,1	170,7	250,9	217,1
Chi phí lãi vay	(19,8)	(13,7)	(11,9)	(12,0)
Lợi nhuận sau thuế	948	2.514	6.141	3.687

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền, khoản tương đương tiền	282	124	993	2.302
Các khoản phải thu ngắn hạn	849	781	1.201	1.047
Hàng tồn kho	697	1.386	1.746	1.744
Tài sản cố định hữu hình	2.029	1.974	1.807	1.759
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tổng tài sản	5.876	8.521	13.913	15.912
Nợ vay ngắn hạn	1.809	2.188	2.451	2.392
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.067	6.332	11.462	13.519
Tổng nguồn vốn	5.876	8.521	13.913	15.912

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020	2021	2022F	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	22,5%	53,1%	53,8%	-14,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	66%	165%	144%	-40%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	23,7%	33,3%	47,7%	36,2%
Lợi nhuận thuần biên (%)	15,2%	26,3%	38,5%	26,4%
ROA (%)	17%	33%	50%	22%
ROE (%)	24%	46%	64%	27%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản (%)	18%	14%	8%	6%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	25%	19%	10%	7%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.733	13.122	14.876	8.737
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.375	42.278	34.382	39.645

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính
khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888