

## Ngành hoá chất

Báo cáo thăm doanh nghiệp

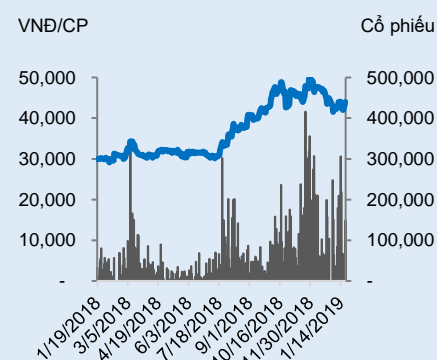
Tháng 1, 2019

Khuyến nghị	N/A
Giá kỳ vọng (VNĐ)	N/A
Giá thị trường (21/01/2019)	44.000
Lợi nhuận kỳ vọng	N/A

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	29.120-49.940
Vốn hóa	4.743
SL cổ phiếu lưu hành	107.802.938
KLGD bình quân 10 ngày	130.150
% sở hữu nước ngoài	1%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,3%
Beta	0,4

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DGC	2,3%	-5,8%	3,3%	23,4%
HNX-Index	0,7%	-1,0%	1,6%	-2,2%

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú**

(84 28) 3914.6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

# CTCP Bột giặt & Hoá chất Đức Giang

Mã giao dịch: DGC

Reuters: DGC.HN

Bloomberg: DGC VN

## DGC: Gã khổng lồ ngành hoá chất Phốt-pho xuất hiện sau M&A

**Ước tính tổng giá trị thị trường toàn cầu của các sản phẩm từ Phốt-pho lên đến hơn 60 tỷ USD** với nhiều ứng dụng rộng rãi trong phân bón, thuốc trừ sâu, chất tẩy rửa, phụ gia thực phẩm, chất bảo quản, các loại vật liệu nổ, v.v. Hơn 80% doanh thu của DGC đến từ xuất khẩu.

**Chuỗi giá trị Phốt-pho hoàn thiện hơn sau tái cấu trúc.** Chuỗi sản xuất của DGC hiện đã có đầy đủ các sản phẩm như Phốt-pho vàng, Axít Phốt-pho-ric nhiệt (HPO) và trích ly (WPA), các loại phân bón (SSP, DSP và MAP), phụ gia thức ăn chăn nuôi (DCP) và các loại chất tẩy rửa.

**Kết quả kinh doanh 2018 tăng trưởng mạnh mẽ.** DGC công bố BCTC Q4.2018 với doanh thu thuần lũy kế cả năm đạt 6.062 tỷ đồng tăng gấp 9,7 lần cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế đạt 882 tỷ đồng tăng gấp 6,9 lần cùng kỳ. Nguyên nhân chính: (i) KQKD 2017 không hợp nhất DGL; (ii) giá bán các sản phẩm chính như Phốt-pho vàng và WPA tăng; (iii) sản lượng Phốt-pho vàng tăng nhờ hoạt động vượt công suất và hợp nhất CTCP Phốt-pho Apatit Việt Nam.

**Quan điểm đầu tư:** DGC đã trải qua một năm 2018 rất thành công với cả KQKD và giá cổ phiếu đều đạt mức tăng trưởng rất ấn tượng. Do đó trên nền cao như vậy, BVSC cũng có những quan ngại nhất định về việc giá bán có thể sẽ giảm nhiệt làm thu hẹp biên lợi nhuận trong khi năng lực sản xuất của công ty đã được tận dụng tối đa. Tuy nhiên chúng tôi vẫn đánh giá DGC là trường hợp đáng quan tâm theo dõi trong năm 2019 dựa trên những điểm nhấn như sau:

- ❖ Định giá có vẻ rẻ so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- ❖ Việc tăng công suất ở CTCP Phốt-pho Apatit Việt Nam có thể mang lại tăng trưởng doanh thu Phốt-pho vàng và HPO.
- ❖ Dự thảo GTGT với mặt hàng Phân bón nếu thông qua có thể giúp DGC tiết kiệm được chi phí thuế đáng kể.
- ❖ Khả năng Vinachem thoái vốn và DGC chuyển sang sàn HSX.
- ❖ Khả năng tỷ lệ cổ tức sẽ cao hơn mức bình quân 20-30% của quá khứ.

Tuy nhiên về trung và dài hạn, tăng trưởng của DGC vẫn chưa rõ ràng bởi các dự án mở rộng và mới đều rất khó xin giấy phép, bên cạnh các yếu tố khác như chi phí môi trường và chi phí năng lượng ngày càng tăng.

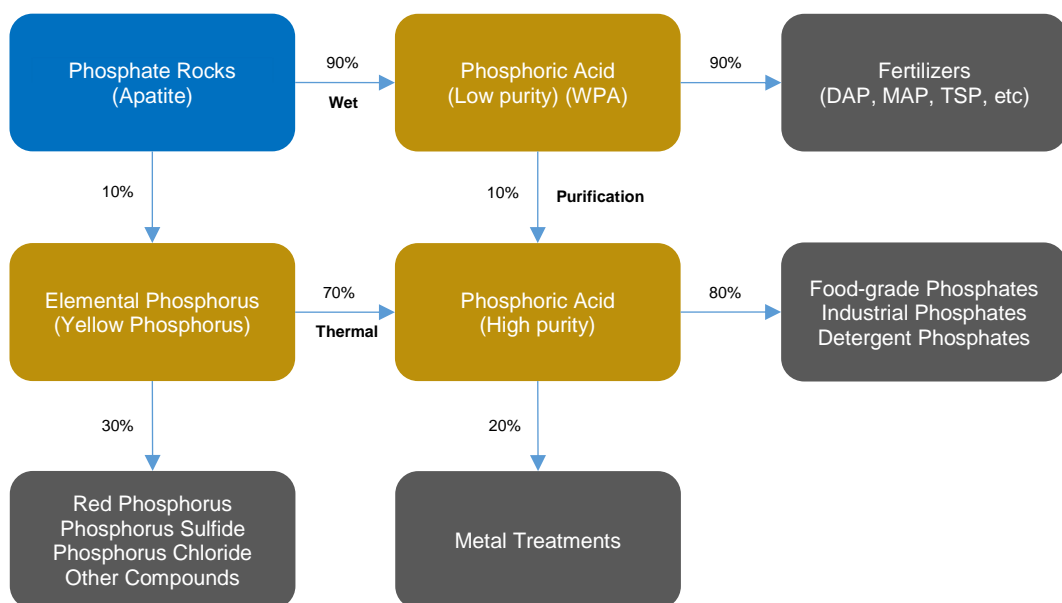
### Một số chỉ tiêu tài chính

Đơn vị: tỷ đồng	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	2.438	2.622	626	6.062
LNST công ty mẹ	280	242	128	880
EPS	4.452	6.633	4.835	7.674
P/E (lần)	9,9	6,6	9,1	<b>5,7</b>

## Phốt-pho: Ngành công nghiệp trị giá 60 tỷ USD

Ước tính tổng giá trị thị trường của các sản phẩm từ Phốt-pho lên đến hơn 60 tỷ USD. Chuỗi giá trị Phốt-pho bắt đầu từ việc sản xuất Phốt-pho nguyên tố hoặc Axít Phốt-pho-ric từ quặng Apatit. Từ đó người ta điều chế ra nhiều loại dẫn xuất quan trọng được sử dụng trong phân bón, thuốc trừ sâu, chất tẩy rửa, phụ gia thực phẩm, chất bảo quản, các loại vật liệu nổ, v.v. Do đó có thể nói ứng dụng của Phốt-pho là cực kỳ rộng lớn và đa dạng. **Markets & Markets dự báo thị trường này có thể tăng trưởng đạt mức 76 tỷ USD vào năm 2020.**

Chuỗi giá trị Phốt-pho



Nguồn: BVSC tổng hợp

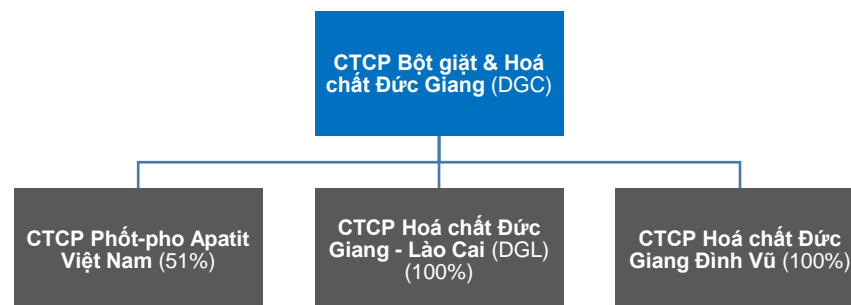
**Sản xuất Phốt-pho nguyên tố và axít nhiệt đã dịch chuyển sang các nước châu Á.** Chi phí điện năng trong quá trình sản xuất Phốt-pho nguyên tố (Phốt-pho vàng) có thể chiếm đến 40% tổng giá thành sản xuất (bình quân 14MW điện cho mỗi tấn). Từ đó người ta mới có thể sản xuất tiếp Axít Phốt-pho-ric theo quá trình nhiệt. Do chi phí năng lượng ngày càng tăng cộng với tiêu chuẩn môi trường ngày càng khắc khe, sản xuất Phốt-pho vàng đã dịch chuyển về các nước như Trung Quốc, Việt Nam, Ấn Độ, v.v. Thay vào đó, các nước phát triển sẽ nhập Axít Phốt-pho-ric trích ly (WPA) được sản xuất trực tiếp từ quặng và sử dụng công nghệ hiện đại để tinh lọc. **Như vậy, chi phí điện và môi trường thấp vừa là những lợi thế cạnh tranh quan trọng trong ngắn – trung hạn nhưng cũng vừa là rủi ro những rủi ro chính trong dài hạn của ngành công nghiệp Phốt-pho tại các nước đang phát triển hiện nay.**

## DGC: Hoàn thiện chuỗi giá trị Phốt-pho sau M&A

DGC tiền thân là Công ty Hoá chất Đức Giang – trực thuộc Tổng cục Hoá chất Việt Nam, được thành lập từ năm 1963. Công ty chuyển đổi sang mô hình công ty cổ phần từ tháng 3/2004 và chính thức niêm yết lên sàn HNX từ tháng 8/2014.

DGC hoàn thành quá trình M&A và tái cơ cấu các công ty con, đơn vị liên kết vào ngày 24/9/2018. Quá trình này có thể tóm tắt thành 2 giai đoạn: (i) giai đoạn 1 là M&A CTCP Hoá chất & Phân bón Lào Cai (LFC) và CTCP Hoá chất Bảo Thắng (BTC) vào DGL; giai đoạn 2 là DGC phát hành cổ phiếu để hoán đổi tăng tỷ lệ sở hữu tại DGL. Như vậy cơ cấu tổ chức của DGC hiện tại như sau:

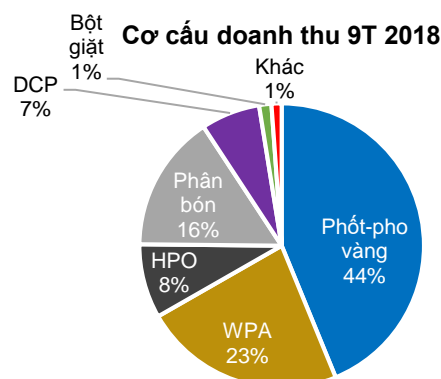
### Cơ cấu tổ chức DGC sau M&A



*Nguồn: BCTC DGC*

**Kỳ vọng Vinachem sẽ thoái hết vốn trong năm 2019.** Hiện tại ông Đào Hữu Huyền – Chủ tịch HĐQT là cổ đông lớn nhất nắm giữ 12,16%. Cổ đông lớn thứ 2 là Vinachem với tỷ lệ sở hữu 9,24%. Theo đề án tái cơ cấu công bố vào giữa 2018 thì DGC thuộc nhóm công ty Vinachem phải thoái vốn hết trong năm 2018 tuy nhiên đến nay vẫn chưa hoàn tất.

**Chuỗi giá trị Phốt-pho hoàn thiện hơn sau tái cấu trúc.** Chuỗi sản xuất của DGC hiện đã có đầy đủ các sản phẩm như Phốt-pho vàng, Axít Phốt-pho-ric nhiệt (HPO) và trích ly (WPA), các loại phân bón (SSP, DSP và MAP), phụ gia thức ăn chăn nuôi (DCP) và các loại chất tẩy rửa. Chỉ có riêng nguyên liệu thô là quặng Apatit thì DGC vẫn phải mua từ các doanh nghiệp lân cận trong địa bàn tỉnh Lào Cai mà chưa có mỏ khai thác riêng.

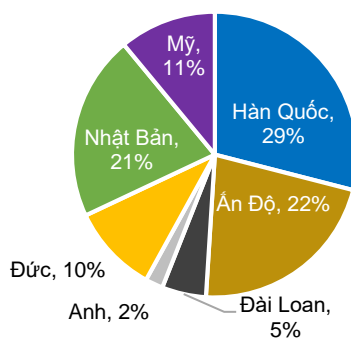


*Nguồn: DGC*

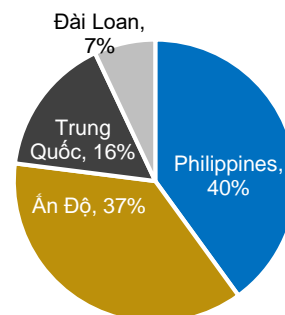
**Kết quả kinh doanh 2018 tăng trưởng mạnh mẽ.** DGC công bố BCTC Q4.2018 với doanh thu thuần lũy kế cả năm đạt 6.062 tỷ đồng tăng gấp 9,7 lần cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế đạt 882 tỷ đồng tăng gấp 6,9 lần cùng kỳ. Chúng tôi có những lưu ý chính như sau:

- ❖ KQKD 2017 của DGC không bao gồm DGL. Trong quá trình M&A 2 đơn vị LFC và BTC về DGL, tỷ lệ sở hữu của DGC tại DGL đã tạm thời bị giảm xuống dưới 50% nên không được hợp nhất trong năm 2017. **Để việc so sánh có ý nghĩa, giả sử quá trình tái cơ cấu đã hoàn thành từ đầu 2017, chúng tôi ước tính doanh thu DGC tăng trưởng 24,8% và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 98%.**
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp mở rộng từ 18,53% lên 22,57% với việc giá bán một số sản phẩm chính** như Phốt-pho vàng tăng bình quân 5% và giá Axit trich ly (WPA) có lúc tăng hơn 20% do nguồn cung khan hiếm mà nhu cầu lại tốt tại một số thị trường tiêu thụ lớn như Ấn Độ. **Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ của Phốt-pho vàng, ước tính cũng tăng trên 20%** nhờ nhà máy cũ chạy vượt công suất trong khi có thêm sự đóng góp của 2 lò sản xuất mới đã đưa vào hoạt động từ tháng 9 và tháng 11/2018 của công ty con là CTCP Phốt-pho Apatit Việt Nam.

**Thị trường tiêu thụ Phốt-pho vàng DGC**



**Thị trường tiêu thụ WPA DGC**



*Nguồn: DGC*

**Triển vọng kinh doanh 2019 có vẻ chưa rõ ràng.** Đến nay DGC vẫn chưa chia sẻ về kế hoạch năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi nhìn thấy yếu tố tích cực và tiêu cực đan xen lẫn nhau trong năm 2019:

- ❖ Việc tăng công suất ở công ty con Phốt-pho Apatit Việt Nam sẽ giúp cho doanh thu mảng Phốt-pho vàng và HPO của DGC tăng trưởng trong năm 2019, tuy nhiên tỷ lệ sở hữu của DGC chỉ mới đạt 51% ở công ty này;
- ❖ Nếu đề xuất phân bón trở thành mặt hàng chịu thuế GTGT 5% thì DGC cũng sẽ có thể khấu trừ được một phần chi phí đầu vào. Ước tính doanh thu phân bón của DGC đạt hơn 900 tỷ trong năm 2018;
- ❖ Nếu dự án BĐS khu dân cư Đức Giang kịp hoàn thiện thủ tục pháp lý để triển khai thì DGC có thể sẽ ghi nhận được phần doanh thu từ khu liên kề trước trong các quý cuối năm 2019.

**Tuy nhiên, BVSC lo ngại giá bán đầu ra của Axít có thể sẽ hạ nhiệt** trên nên giá bán đã tăng cao của năm 2018. Ngoài ra, căng thẳng về môi trường tại Trung Quốc – một trong những thị trường xuất khẩu WPA lớn của DGC, có thể sẽ tiếp tục kéo sản xuất phân bón (có gốc từ Phốt-pho) tiếp tục giảm trong 2019. Đây là quan ngại lớn nhất của chúng tôi trong năm 2019.

**Ngoài ra, BVSC chưa nhìn thấy tăng trưởng trong trung – dài hạn của DGC nếu chỉ nhìn trên năng lực sản xuất hiện có.** Chúng tôi muốn nói về những lý do sau đây:

- ❖ Việc xin cấp phép mở rộng hoặc xây mới dự án hoá chất Phốt-pho tại tỉnh Lào Cai hiện nay là rất khó, do đó các doanh nghiệp chỉ có thể tận dụng công suất hiện hữu.
- ❖ DGC đang phải cân đối giữa việc xuất khẩu và sử dụng nội bộ sản phẩm axít trích ly (WPA) để sản xuất các loại phân bón. Do đó, dù DGC có mở rộng công suất các sản phẩm giá trị gia tăng này (ví dụ như dự án phân NPK) thì nó chỉ mang ý nghĩa giúp công ty luân chuyển sản phẩm để nắm bắt các cơ hội trên thị trường. Về mặt tổng thể, nút nghẽn cổ chai vẫn nằm ở công suất WPA – hiện đang sử dụng hết 100%.
- ❖ Việc quản lý môi trường ngày càng khắt khe và chi phí điện tăng mỗi năm là những rủi ro quan trọng đối với tăng trưởng lợi nhuận của công ty.

**Khả năng chuyển sang sàn HSX và tăng cổ tức trong năm 2019.** DGC có thể sẽ trình kế hoạch chuyển sàn tại Đại hội Cổ đông Thường niên 2019, dự kiến sẽ tổ chức vào ngày 29/3/2019. Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy lợi nhuận giữ lại của DGC đang ở mức 1.155 tỷ đồng cuối Q4 (10.700 đồng/cp) do đó kỳ vọng tỷ lệ cổ tức năm nay có thể sẽ tăng cao hơn mức bình quân 20-30% của các năm trước.

**Định giá DGC có vẻ rẻ so với các doanh nghiệp cùng ngành.** BVSC lấy tỷ trọng 80% do nhóm Hoá chất và 20% cho nhóm Phân bón, dựa trên tỷ trọng của từng mảng trong doanh thu của DGC. Chúng tôi tính toán P/E 2018 của công ty đạt 5,40 lần và P/B đạt 1,66 lần thấp hơn lần lượt 17% và 13% so với mức tham chiếu.

**Bảng so sánh định giá tương quan với nhóm DN Phân bón và Hoá chất**

				P/E	P/B
DGC				5,40	1,66
Tham chiếu				6,33	1,88
Phân bón (20%)	P/E	P/B	Hoá chất (80%)	P/E	P/B
LAS	9,3	0,87	CSV	5,00	1,54
SFG	8,06	1,05	HVT	6,22	2,63
BFC	7,08	1,44			
DPM	13,5	1,11			
DCM	8,2	0,8			
Bình quân	9,23	1,05	Bình quân	5,61	2,09

Nguồn: BVSC

\*Ghi chú: Bảng so sánh tại ngày 21/01/2019

## Quan điểm đầu tư

DGC đã trải qua một năm 2018 rất thành công với cả KQKD và giá cổ phiếu đều đạt mức tăng trưởng rất ấn tượng. Do đó trên nền cao như vậy, BVSC cũng có những quan ngại nhất định về việc giá bán có thể sẽ giảm nhiệt làm thu hẹp biên lợi nhuận trong khi năng lực sản xuất của công ty đã được tận dụng tối đa. Tuy nhiên chúng tôi vẫn đánh giá DGC là trường hợp đáng quan tâm theo dõi trong năm 2019 dựa trên những điểm nhấn như sau:

- ❖ Định giá có vẻ rẻ so với các doanh nghiệp cùng ngành Hoá chất và Phân bón.
- ❖ Việc tăng công suất ở CTCP Phốt-pho Apatit Việt Nam có thể mang lại tăng trưởng doanh thu Phốt-pho vàng và HPO.
- ❖ Dự thảo GTGT với mặt hàng Phân bón nếu thông qua có thể giúp DGC tiết kiệm được chi phí thuế đáng kể.
- ❖ Khả năng Vinachem thoái vốn và DGC chuyển sang sàn HSX.
- ❖ Khả năng tỷ lệ cổ tức sẽ cao hơn mức bình quân 20-30% của quá khứ.

Tuy nhiên về trung và dài hạn, tăng trưởng của DGC vẫn chưa rõ ràng bởi các dự án mở rộng và mới đều rất khó xin giấy phép, bên cạnh các yếu tố khác như chi phí môi trường và chi phí năng lượng ngày càng tăng.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Doanh thu thuần	2.438	2.622	626	6.062
Giá vốn	1.966	2.203	509	4.694
Lợi nhuận gộp	471	419	116	1.368
Doanh thu tài chính	96	31	90	42
Chi phí tài chính	31	19	1	56
Lợi nhuận sau thuế	280	242	128	882

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	11	186	83	247
Các khoản phải thu ngắn hạn	131	208	144	749
Hàng tồn kho	178	173	35	797
Tài sản cố định hữu hình	561	601	36	2.345
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	317	429	439	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.835</b>	<b>2.005</b>	<b>886</b>	<b>4.744</b>
Nợ ngắn hạn	641	641	220	1.563
Nợ dài hạn	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1.194	1.364	666	3.181
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.835</b>	<b>2.005</b>	<b>886</b>	<b>4.744</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	19,7%	7,6%	-76,1%	869%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	87,8%	-13,6%	-46,9%	589%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	19,3%	16,0%	18,6%	22,6%
Lợi nhuận thuần biên (%)	11,5%	9,2%	20,5%	14,6%
ROA (%)	15,9%	12,6%	8,9%	18,6%
ROE (%)	26,3%	18,9%	12,6%	27,7%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,35	0,32	0,25	33,0%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,54	0,47	0,33	49,1%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	6.633	4.835	2.567	7.674
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28.288	27.274	13.322	29.510



## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, 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

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

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**  
Phó Giám đốc khối  
luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**  
Ngân hàng, Bảo hiểm  
nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Chế Thị Mai Trang**  
Thép, Phân bón, Điện  
chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Nguyễn Tiến Dũng**  
Công nghệ thông tin  
nguyentientung@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyên**  
Cao su tự nhiên  
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**  
Dược, Thủy sản  
phamleanthuan@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**  
Phó Giám đốc khối  
ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**  
Bất động sản  
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**  
Điện  
lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**  
Hàng tiêu dùng  
truongsyphu@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**  
Hạ tầng, Nước  
thaianhhao@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**  
Hàng tiêu dùng  
ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**  
Xây dựng  
trandangmanh@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Phạm Tiến Dũng**  
Phó Giám đốc khối  
phamtien.dung@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**  
Chuyên viên vĩ mô  
tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**  
Phân tích kỹ thuật  
tranxuanbach@baoviet.com.vn





## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, 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