

MUA

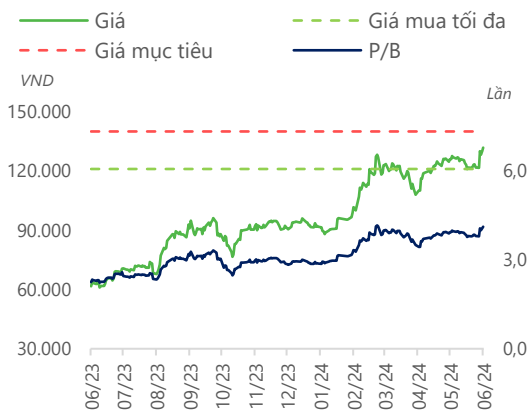
Giá mục tiêu 2024: **140.000 VND**
Upside: **12%**
Cập nhật: **27/6/2024**

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Thị trường linh kiện và bán dẫn dự kiến sẽ hồi phục hơn từ Q2 đem lại triển vọng tăng giá bán phốt pho vàng ở mức 6-8% YoY.

Tiêu cực: Giá phốt pho vàng hiện tại chưa phục hồi mạnh như dự kiến và cước vận tải biển tăng cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận

Rủi ro đầu tư: Tăng trưởng kinh tế yếu cùng với lạm phát khó kiểm chế ở nhiều quốc gia lớn có thể gây khó khăn cho các doanh nghiệp xuất khẩu như DGC.



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Hóa chất hàng hóa khác
Giá hiện tại (VND)	125.000
Vốn hóa (Tỷ VND)	47.472
Số lượng CPLH (triệu cp)	379,8
EPS 4 quý gần nhất	7884,2
P/E (Lần)	4,1
Cao nhất 1 năm	134.000
Thấp nhất 1 năm	60.790

DGC

Hóa chất Đức Giang

DSC

KHUYẾN NGHỊ

KQKD 2024 của DGC sẽ hồi phục nhờ sự trở lại của thị trường bán dẫn Hàn Quốc và Nhật Bản, cộng hưởng với triển vọng tăng biên lợi nhuận nhờ mở rộng Khai Trường 25. Cụ thể, doanh thu đạt 10.300 tỷ (+6% YoY) và LNST đạt 3.400 tỷ (+5% YoY). Sử dụng phương pháp P/B, mức giá hợp lý cho cổ phiếu 1 năm tới là 140.000 VND/ cổ phiếu.

Do giá cổ phiếu chưa hấp dẫn và triển vọng ngắn hạn về giá bán của doanh nghiệp sẽ chỉ phát huy sớm nhất vào Q3, nhà đầu tư nên kiên nhẫn chờ cơ hội giải ngân ở vùng giá khoảng 122.000-123.000 VND để đảm bảo vị thế an toàn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lực đẩy từ thị trường bán dẫn quốc tế hồi phục

Q1/2024, giá Phốt Phô Vàng bình quân tăng 1,7% so với Q4/2023. Sản lượng tiêu thụ cải thiện nhưng chưa đáng kể do: (1) Thị trường linh kiện điện tử và bán dẫn chưa hồi phục rõ rệt, và (2) DGC bảo trì dây chuyền WPA và Phốt Phô Vàng. Giá bán bình quân có thể tăng khoảng 5%-10% YoY khi: (1) Sản xuất linh kiện điện tử và bán dẫn của thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản tăng nhờ các chính sách đầu tư mới, và (2) Công tác bảo trì hoàn thiện trong Q1 và sẵn sàng đón khách Đông Á mua giá cao hơn thị trường khoảng 3-5%.

"Quả đấm thép" Đức Giang Nghi Sơn là bước ngoặt

Doanh nghiệp đã hoàn thiện các khâu hậu kỳ trước ngày khởi công xây dựng Tổ hợp Hóa Chất Đức Giang Nghi Sơn vào tháng 6 năm nay. Đây là dự án cốt lõi sẽ đưa DGC tiến vào thị trường Xút đang thiếu tới 50% nhu cầu hàng năm. Giai đoạn 1 của dự án dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận 540 tỷ VND doanh thu từ 2025 và sẽ đóng góp 1200 tỷ VND hàng năm từ giai đoạn 2027. DSC ước tính biên lợi nhuận từ dự án Nghi Sơn sẽ ở khoảng 12%-17%.

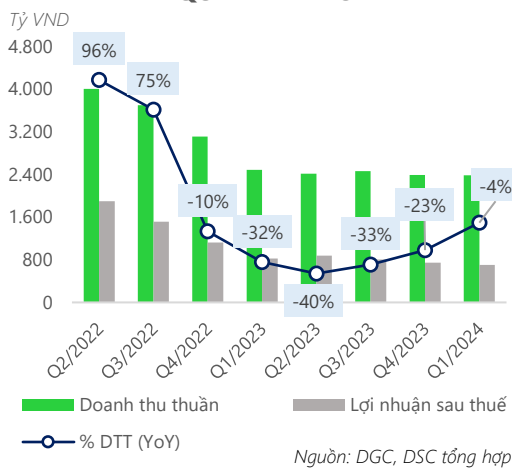
Đứng trước cơ hội mới khi ngành xe điện "ganh đua"

Ngành sản xuất xe điện đang diễn ra cuộc chiến gay gắt về giảm giá bán xe, và pin LFP là công nghệ chìa khóa để giành chiến thắng. Trước sự sẵn sàng dành cho công nghệ pin LFP, việc DGC có khả năng sản xuất FePO4- đóng vai trò cực âm của pin- sẽ đem về cho doanh nghiệp một nguồn doanh thu tương đương với sản phẩm H3PO4 điện tử hiện tại của doanh nghiệp từ 2025.

TỔNG QUAN

DGC là doanh nghiệp chuyên sản xuất phốt pho và các loại hóa chất nằm trong chuỗi giá trị phốt pho (axit trích ly, phân bón DAP, axit thực phẩm phụ gia thức ăn chăn nuôi,...). Sau thương vụ mua lại CTCP Phốt Phô 6 và PAT, DGC trở thành nhà sản xuất phốt pho lớn nhất Việt Nam, nắm giữ 2 chìa khóa quan trọng cho sự phát triển của ngành công nghiệp bán dẫn và cuộc đua công nghệ xe điện thế giới.

KẾT QUẢ KINH DOANH

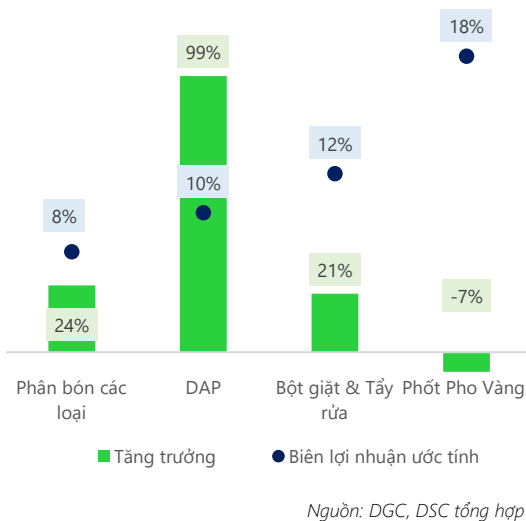


KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD chưa tương xứng với kỳ vọng

Kết quả kinh doanh Q1/2024 của DGC chưa có sự bứt phá mạnh so với cùng kỳ mặc dù sản lượng tiêu thụ tăng 7% so với quý 4/2023, đem về doanh thu đạt 2.385 tỷ VND (-4% YoY) và LNST ở mức 704 tỷ VND (-16% YoY). KQKD chưa khả quan này đến từ: (1) Giá bán bình quân của doanh nghiệp dao động ở mức 4.200 USD/tấn (-22% YoY), lẫn át tăng trưởng đơn hàng 8% YoY, và (2) Trong Q1, doanh nghiệp tiến hành bảo trì dây chuyền nhà máy Phốt Phô và Axit Photphoric Trích Ly (WPA) dẫn đến sản lượng hạn chế.

TĂNG TRƯỞNG DOANH THU THEO SẢN PHẨM (%YOY)



Trợ lực ngắn hạn từ những sản phẩm khác

Trước sức hồi phục yếu của thị trường phốt pho vàng, DGC đang tìm kiếm trợ lực từ các sản phẩm khác trong danh mục. Cụ thể, doanh nghiệp tạm thời chuyển hướng tập trung sang các sản phẩm phân bón DAP và bảo trì dây chuyền các sản phẩm gốc phốt pho. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận của những sản phẩm ngoài phốt pho không được cao khiến cho lợi nhuận của doanh nghiệp vẫn tương đối thấp so với cùng kỳ. DSC nhận định lợi nhuận và doanh thu của doanh nghiệp sẽ phục hồi lần lượt 10% và 5% YoY khi thị trường phốt pho hồi phục đáng kể hơn từ Q2 nhờ: (1) Nhu cầu sản xuất bán dẫn và linh kiện điện tử sôi động hơn; và (2) Trung Quốc chưa thể xuất khẩu phốt pho do điều kiện thời tiết cực đoan.

Chỉ tiêu tài chính (Đơn vị: Tỷ VND)

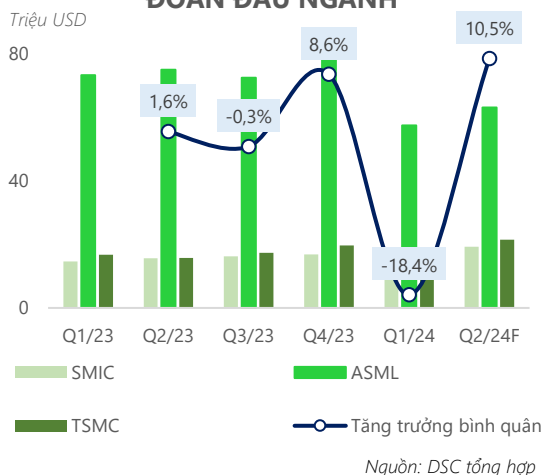
Nguồn: DSC tổng hợp và ước tính, Fiinpro

Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu	6.092	5.092	6.236	9.551	14.445	9.761	10.202
Tăng trưởng (%YoY)		-16%	22%	53%	51%	-32%	5%
LNST	869,78	566,68	906,67	2.388,15	5.565,01	3.099,99	3.400
Tăng trưởng (%YoY)		-35%	60%	163%	133%	-44%	10%
EPS (Nghìn VND)	7.621	4.136	5.765	13.203	14.653	7.675	8.952
Tăng trưởng (%YoY)		-46%	39%	129%	11%	-48%	17%
BLN Gộp	22,37%	19,77%	23,72%	33,32%	46,73%	35,29%	38%

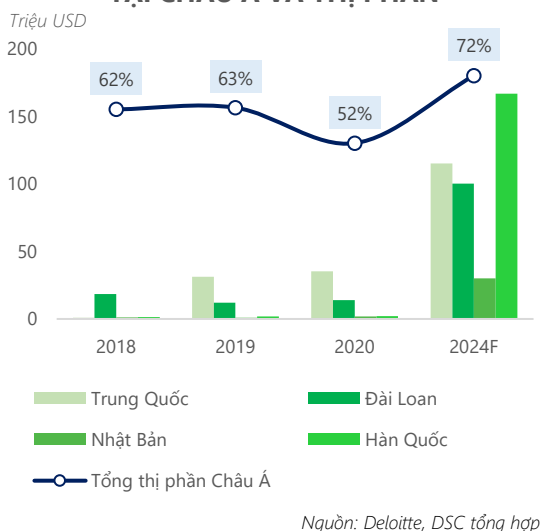
LUẬN ĐIỂM 1:

LỰC ĐẨY TỪ THỊ TRƯỜNG BÁN DẪN QUỐC TẾ

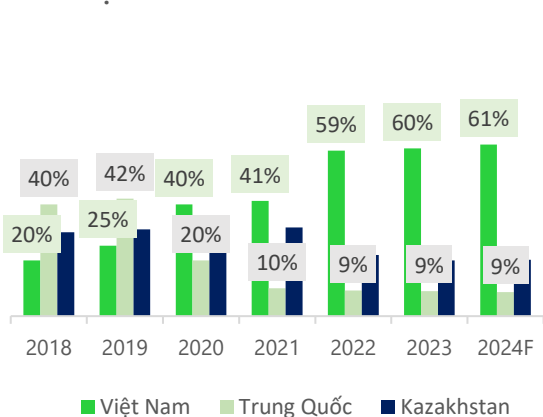
DỰ BÁO DOANH THU CÁC TẬP ĐOÀN ĐẦU NGÀNH



ĐẦU TƯ CÔNG NGÀNH BÁN DẪN TẠI CHÂU Á VÀ THỊ PHẦN



THỊ PHẦN XUẤT KHẨU PHỐT PHO



DGC

Hóa chất Đức Giang

DSC

Tình hình khả quan hơn từ Q2

Khảo sát về dự phóng kết quả kinh doanh Q2/2024 của các doanh nghiệp đầu ngành Bán dẫn và Sản xuất linh kiện điện tử thế giới, trung bình các bên đều nhận định doanh thu sẽ tăng trưởng ở mức 10,5% so với Q1 nhờ sự trở lại của đơn hàng ký mới, đặc biệt cho lĩnh vực sản xuất thiết bị bán dẫn và một số phân khúc linh kiện điện tử nhờ sức mua cải thiện.

DSC nhận thấy đây là tín hiệu đáng mừng và sẽ hỗ trợ giá phốt pho vàng hồi phục ở mức 2-5% trong Q2 năm nay theo chu kỳ tăng giá điện.

Châu Á tích cực phòng thủ trước đe dọa từ phương Tây

Ngành bán dẫn Châu Á đã suy yếu do những gói hỗ trợ và đạo luật mới từ Mỹ và Châu Âu, biểu hiện qua việc thị phần giảm đáng kể từ năm 2020. Trước sự đe dọa đó, các "cường quốc bán dẫn" của Châu Á đều đã tung ra các khoản đầu tư tăng gần gấp đôi so với những giai đoạn trước đó. Đặc biệt, Hàn Quốc và Nhật Bản đã lên kế hoạch gói hỗ trợ lớn gấp 4 lần giai đoạn 2018-2020 nhằm vực dậy ngành công nghiệp bán dẫn nước nhà. Theo đó Deloitte dự phóng thị phần Châu Á sẽ bật lại lên mức 72% từ năm 2024 nhờ những chính sách này. DSC nhận định đây sẽ là triển vọng trung hạn tiếp tục đẩy giá phốt pho vàng cho DGC khi những đối tác quan trọng của doanh nghiệp đang có môi trường kinh doanh thuận lợi để gia tăng sản xuất.

DGC rộng cửa khi Trung Quốc đối mặt thế gọng kìm

Chúng tôi nhận định rằng Trung Quốc sẽ không thể quay lại xuất khẩu phốt pho vàng trong năm nay và sẽ suy yếu trong dài hạn do: (1) Hiện tại Trung Quốc đang gánh chịu các trận hạn hán lịch sử, và ngay sau đó sẽ là lũ lụt gây ảnh hưởng đáng kể đến sản xuất hóa chất, và (2) Xu thế Trung Quốc +1 đang mạnh dần khi các nhà sản xuất đa dạng hóa nguồn cung khỏi Trung Quốc. Trên cơ sở đó, giai đoạn 2024 và 2025 kỳ vọng chứng kiến giá phốt pho vàng tăng mạnh hơn so với cùng kỳ trong bối cảnh nguồn cung từ Trung Quốc thắt chặt khi nhu cầu sản xuất bán dẫn dần hồi phục. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng DGC có thể tăng giá bán phốt pho lên ở mức 8-10% so với hiện tại.

LUẬN ĐIỂM 2:

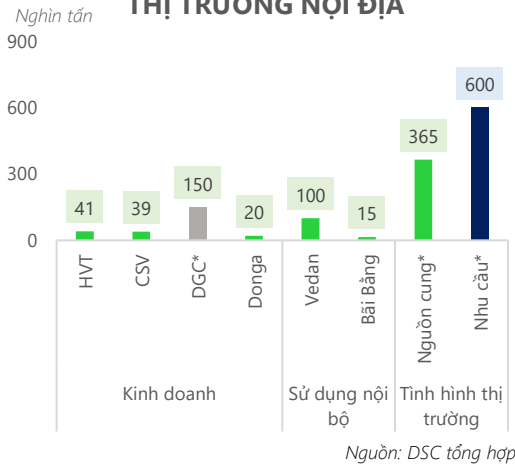
"CÚ ĐẤM THÉP" ĐỨC GIANG NGHỊ SƠN

DGC

Hóa chất Đức Giang

DSC

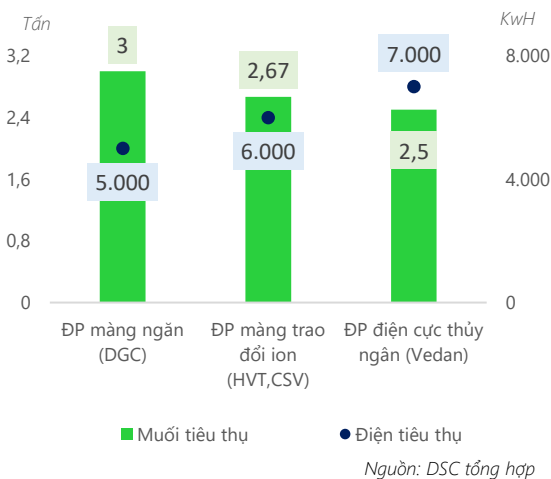
SẢN XUẤT XÚT VÀ NHU CẦU THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA



Nguồn cung Xút vẫn sẽ còn thiếu trong dài hạn

Mặc dù là nguyên liệu quan trọng trong các ngành công nghiệp và thực phẩm Việt Nam, công suất sản xuất Xút nội địa vẫn chưa thể đáp ứng 50% nhu sử dụng Xút. Việc này đến từ: (1) Nguồn cung muối công nghiệp của nước ta không đáp ứng được về chất lượng và biến động mạnh theo mùa, dẫn tới việc phải nhập khẩu gần như toàn bộ và (2) Các doanh nghiệp sản xuất Xút hiện không có đủ nguồn lực để giải quyết khí Clo dư thừa khiến các nhà sản xuất khó hoạt động hết công suất. Do việc giải quyết hai vấn đề này cần nguồn lực đầu tư lớn trong thời gian dài, chúng tôi nhận định rằng thị trường Xút sẽ còn thiếu hụt đến ít nhất năm 2030.

CÔNG NGHỆ SẢN XUẤT XÚT VÀ CÁC THÀNH PHẨM



Ưu tiên chi phí vận hành và sản xuất xanh

Với dự án Đức Giang Nghị Sơn, DGC sẽ thành công giải quyết được vấn đề xử lý khí Clo và dễ dàng hoạt động 100% công suất sau khi hoàn tất xây dựng. DGC sử dụng công nghệ điện phân màng ngăn thay vì hai công nghệ hiện hành tại thị trường Việt Nam hiện tại. Theo khảo sát, chúng tôi thấy rằng DGC chỉ cần sử dụng thêm không đáng kể lượng muối công nghiệp (chiếm 30% giá vốn đầu vào), nhưng lại có thể tiết kiệm ít nhất 1000 KwH (chiếm 50% giá vốn hàng bán) so với các đối thủ như CSV. Ngoài ra, việc mặt bằng giá điện Việt Nam dù dự báo sẽ tăng nhưng vẫn rẻ hơn đáng kể so với các nhà sản xuất Ấn Độ và Trung Quốc, sẽ giúp DGC đạt được lợi thế về chi phí khi đưa sản phẩm ra thị trường.

KẾ HOẠCH XÂY DỰNG DỰ ÁN ĐỨC GIANG NGHỊ SƠN

Nguồn: DGC, DSC tổng hợp & Dự báo

Giai đoạn I: Tổ hợp Hóa chất Nghị Sơn

Q3/2024 Q4/2024 Q1/2025 Q2/2025 Q3/2025 Q4/2025 Q1/2026

Sản xuất Xút Lỏng & Sản phẩm gốc Clo

San nền, lắp đặt khung thép

Lắp đặt hoàn chỉnh thiết bị

Chạy thử nghiệm và bàn giao

Ghi nhận doanh thu 100%

Ghi chú:

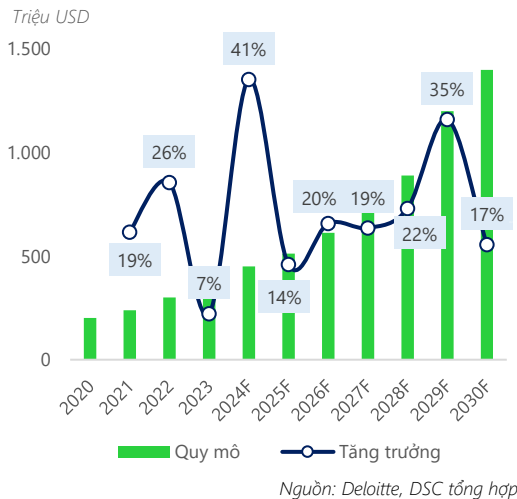
(1) Giai đoạn I của dự án sẽ tập trung sản xuất Xút và các sản phẩm từ khí Clo, ước tính doanh thu đạt 240.000 tỷ. DSC ước tính biên lợi nhuận của giai đoạn sẽ khoảng 17-19%, tương đương với CTCP Hóa Chất Miền Nam (HOSE:CSV) do công nghệ của DGC cần sử dụng nhiều muối đầu vào hơn

(2) Theo kế hoạch, giai đoạn II của tổ hợp Hóa chất Đức Giang Nghị Sơn sẽ sản xuất nhựa dẻo, đặc biệt là sản phẩm PVC. Tuy nhiên, do công nghệ sử dụng xúc tác thủy ngân gây ô nhiễm nặng bị cấm, DGC dự kiến sẽ tạm hoãn sản xuất PVC cho đến ít nhất năm 2029 để kiểm nghiệm công nghệ

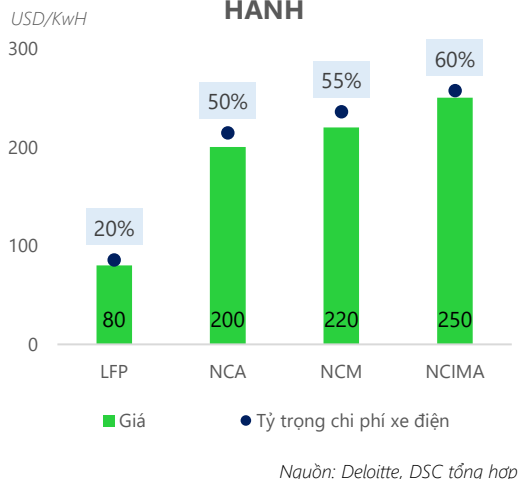
LUẬN ĐIỂM 3:

TRIỂN VỌNG TỪ THỊ TRƯỜNG XE ĐIỆN

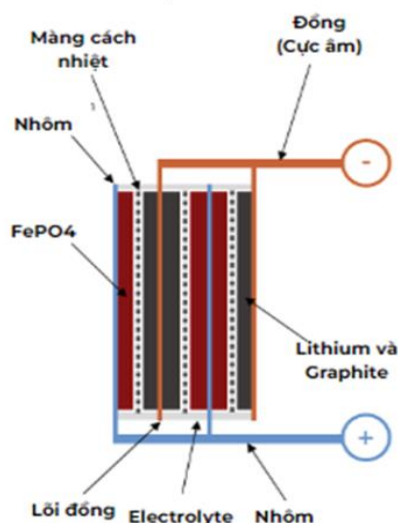
QUY MÔ THỊ TRƯỜNG XE ĐIỆN



CHI PHÍ CÁC LOẠI PIN HIỆN HÀNH



CẤU TẠO PIN LFP



Nguồn: DSC tổng hợp

DGC

Hóa chất Đức Giang

DSC

Cuộc đua giảm giá thành sản xuất bùng nổ

Các nhà sản xuất xe điện toàn thế giới đều nhận ra giá bán là rào cản lớn nhất đối với người tiêu dùng và đang cạnh tranh kịch liệt trong việc làm chủ công nghệ để giảm giá thành sản xuất các loại xe điện để giành lại thị trường từ Trung Quốc. Cộng hưởng với những chính sách kích cầu và phát triển hạ tầng sạc điện, IEA dự báo rằng ngành xe điện toàn cầu sẽ tăng trưởng 2 chữ số liên tục cho tới 2035, chiếm lĩnh 80% thị phần trong 6 năm tới.

Ngành xe điện là ngành có mối tương quan chặt chẽ với ngành hóa chất, vật liệu cơ bản và công nghệ, và được kỳ vọng sẽ là bàn đạp dài hạn cho các doanh nghiệp như DGC tăng trưởng doanh thu nhờ tiêu thụ hóa chất tăng.

Công nghệ pin LFP là chìa khóa để dẫn đầu

Pin là trái tim của xe điện, hiện trên thị trường chiếm trung bình 40% chi phí sản xuất. Trung Quốc hiện tại đang là đối thủ nặng ký đối với các ngành xe điện Châu Âu và Mỹ do giá thành rẻ, và cũng vì lý do này cuộc chiến ngành xe điện đang đổ về việc giảm giá thành. Sự ưu việt của Pin LFP về đường dài và tuổi thọ, với giá thành rẻ hơn tới 32% so với các loại pin Niken trở thành động lực thúc đẩy các nhà sản xuất bước vào cuộc đua làm chủ loại pin này. Trước tình hình, chúng tôi nhận định rằng số lượng doanh nghiệp có khả năng sản xuất pin LFP sẽ không còn tập trung ở Trung Quốc và Mỹ mà lan rộng hơn sang các khu vực Châu Á khác như Hàn Quốc, Nhật Bản, và Việt Nam.

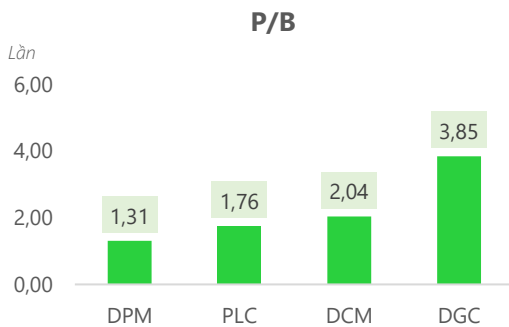
DGC hưởng lợi trong cả trung và dài hạn

Mặc dù thương vụ sát nhập CTCP Ác Quy Tia Sáng sẽ chưa thể giúp DGC sản xuất pin LFP hoàn thiện trong ít nhất 3 năm tới, chúng tôi nhận định DGC vẫn sẽ hưởng lợi từ: (1) Nhu cầu hóa chất photpho sẽ tăng nhờ nhu cầu sản xuất pin và phần mềm ô tô điện, và (2) DGC đã hoàn thiện các sản phẩm FePO₄ cho cực âm của pin LFP và chào bán thành công nguyên liệu này cho các đối tác tiềm năng tại thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản, và Đài Loan. DSC ước tính giá bán của hợp chất này sẽ tương đương với giá Axit Phosphoric cấp điện tử của DGC hiện tại (khoảng 1.470 USD/tấn, và đã tăng gấp hai lần từ đầu năm nay) hoàn toàn có thể tạo ra nguồn doanh thu tương đương khi công tác chào bán đạt hiệu quả từ 2025.

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	14.444	9.748	10.300
% DTT (YoY)	51%	-33%	6%
Lợi nhuận gộp	6.750	3.440	5.562
Lợi nhuận sau thuế	6.037	3.242	3.400
% LNST (YoY)	140%	-46%	5%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
P/B	49.321 tỷ VND	20%
DCF	53.960 tỷ VND	80%
SLCP Lưu hành		380 Triệu Cổ Phiếu
Giá cổ phiếu		VND 140.000

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 sẽ tăng trưởng ở nhẹ so với năm 2023 với các giả định chính: (1) giá phốt pho vàng phục hồi ở mức 5-10% theo kịch bản cơ sở của doanh nghiệp, (2) Việc đầu tư vào mở rộng Khai Trường 25 nhằm tăng sản lượng tự khai thác quặng (chiếm 60% giá vốn đầu vào) sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận phục hồi. Cụ thể, doanh thu ước tính đạt 10.300 tỷ VND (+6% YoY), cao hơn so với báo cáo cập nhật của chúng tôi do triển vọng giá phốt pho hiện đã khả quan hơn do Trung Quốc có khả năng cao không thể xuất khẩu trong năm nay và thị trường bán dẫn kỳ vọng phục hồi mạnh hơn. LNST của doanh nghiệp ước tính đạt 3.400 tỷ VND (+5% YoY).

Định giá

Ở thời điểm hiện tại P/E 16,72 lần, cao hơn trung bình 5 năm (9,35 lần), P/B 4,02 lần cao hơn trung bình 5 năm (2,8 lần). Đây là mức định giá tương đối cao, do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư chỉ nên giải ngân tại vùng giá an toàn, tương đương với mức khoảng 122.000-123.000 VND/cổ phiếu.

Sử dụng phương pháp định giá P/B với mức P/B hợp lý ở 3x và DCF với WACC ở mức 13,7% chúng tôi xác định giá mục tiêu 1 năm cho cổ phiếu DGC là 140.000 VND/cp (upside 11% so với giá đóng cửa 24/6/2024)



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,

Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn