

MUA

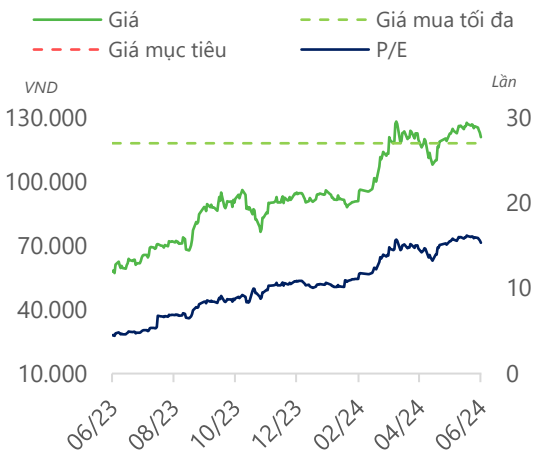
Giá mục tiêu 2024: **140.000 VND**
Upside: **15%**
Cập nhật: **10/06/2024**

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 5-8% YoY.

Tiêu cực: 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.

Khuyến nghị: DGC đang là một trong những doanh nghiệp đã tăng 200% từ đáy nhờ làn sóng bán dẫn. Dù vẫn còn dư địa tăng giá, chúng tôi vẫn khuyến nghị nhà đầu tư chỉ nên cân nhắc đầu tư ở vùng giá 118.000-120.000 VND/cp.



Nguồn: Fiiipro, DSC tổng hợp

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Hóa chất hàng hóa khác
Giá hiện tại (VND)	121.800
Vốn hóa (Tỷ VND)	46.257
Số lượng CPLH (triệu cp)	379,8
EPS 4 quý gần nhất	7.884,2
P/E	16,24
Cao nhất 1 năm	131.500
Thấp nhất 1 năm	56.918

DGC

Hóa chất Đức Giang

DSC

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, DGC trở thành nhà sản xuất phốt pho lớn nhất Việt Nam, nắm giữ nguyên liệu chìa khóa để phát triển AI và chất bán dẫn.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Kỳ vọng vào thị trường Phốt Phô Vàng bớt ảm đạm

Q1/2024, giá Phốt Phô Vàng bình quân tăng 1,77% 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 nhà máy WPA và Phốt Phô Vàng. DSC kỳ vọng giá bán bình quân có thể tăng khoảng 5%-10% YoY theo giá điện khi: (1) Nhu cầu sản xuất linh kiện điện tử và bán dẫn của thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản sẽ 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 mặt bằng chung khoảng 3-5%.

Đến gần hơn với "Cú đấm thép" Tổ hợp Nghi Sơn

Theo cập nhật mới nhất, doanh nghiệp đã hoàn thiện các khâu chuẩn bị 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%.

Triển vọng dài hạn chưa rõ ràng

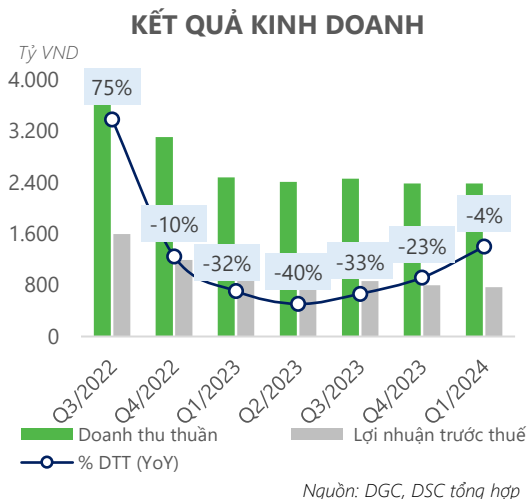
Với triển vọng từ lĩnh vực bán dẫn, DGC phải sản xuất được H3PO4 cấp bán dẫn để hưởng lợi hoàn toàn. Hiện tại DGC đã sản xuất thành công H3PO4 cấp điện tử tinh khiết 99% sử dụng cho ngành linh kiện, nhưng không thể sử dụng cho sản xuất bán dẫn. Việc sản xuất H3PO4 cấp bán dẫn cần đầu tư dây chuyền khác với dây chuyền hiện có của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, chúng tôi không phản ánh hoàn toàn tốc độ tăng trưởng ngành bán dẫn vào định giá cho đến khi có thông tin đột phá hơn.

KẾT QUẢ KINH DOANH

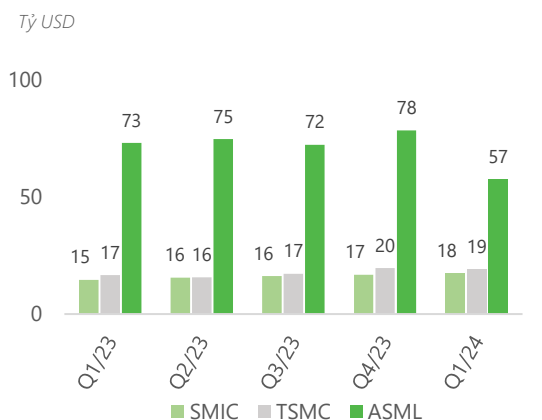
KQKD chưa tương xứng với kỳ vọng

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, với 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), lấn át tăng trưởng đơn hàng 8% YoY.

Doanh thu dự kiến hồi phục nhẹ theo giá điện trong hai quý tới so với hiện tại do nhu cầu phục hồi dần nhờ hoạt động sản xuất linh kiện định tử trở lại và sự trở lại của nhóm khách hàng Đông Á, tương đương với mức tăng 5%-10%



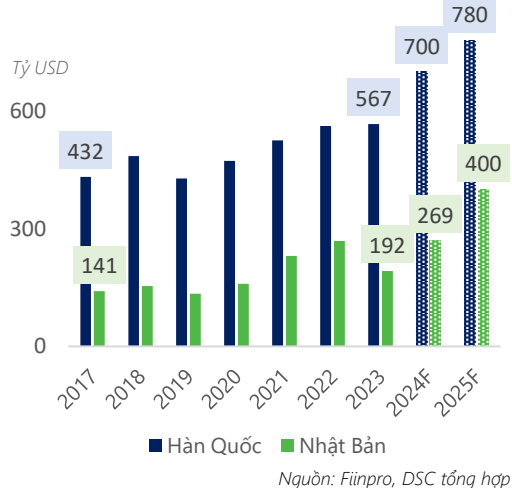
KQKD CÁC DOANH NGHIỆP BÁN DẪN ĐẦU NGÀNH



Chờ đợi nỗi lo giá bán qua đi

Nhìn chung, mặt bằng giá bán hiện tại chưa có tín hiệu khả quan do nhu cầu còn yếu. Điều này xuất phát từ: (1) Sản phẩm H3PO4 cấp điện tử của DGC được tiêu thụ chủ yếu bởi thị trường linh kiện điện tử- hiện nhu cầu tiêu dùng mọi phân khúc còn yếu do lạm phát, và (2) Mặc dù doanh thu bán dẫn tăng trưởng 15,3% YoY, sự tăng trưởng này chỉ tập trung ở một số khu vực như Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc, và (3) Tồn kho các hóa chất gốc photpho cần thiết vẫn còn dư thừa. Đồng thời sản phẩm photpho vàng không sử dụng trực tiếp trong quy trình sản xuất bán dẫn. Trên cơ sở đó, DSC nhận định thị trường linh kiện điện tử và bán dẫn cần hồi phục rõ ràng hơn để có thể tác động được lên giá đầu ra của DGC.

DỰ PHÓNG DOANH THU BÁN DẪN NHẬT BẢN VÀ HÀN QUỐC



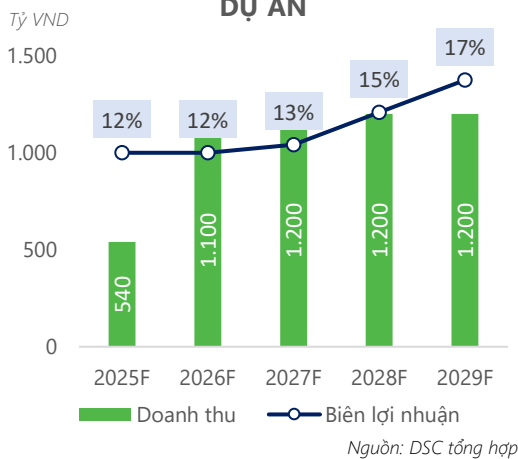
Doanh thu sẽ còn tăng khi Bán Dẫn được trú trọng

Mức dự báo KQKD Q2 của các doanh nghiệp đầu ngành Bán dẫn đều tăng khoảng 10%-15% so với Q1 nhờ lượng đơn hàng ký mới tăng. Ngoài ra, SIA cũng nhận định thị trường bán dẫn được dẫn dắt bởi các thị trường Châu Á, điển hình là Trung Quốc, Nhật Bản, và Hàn Quốc - phản ánh các gói hỗ trợ ngành bán dẫn được tung ra gần đây từ các thị trường này. Nhờ vậy, cộng hưởng với việc hoàn thành bảo trì dây chuyền trong Q1 và việc Trung Quốc chưa thể xuất khẩu lại photpho trong năm 2024, DGC có thể đón được nhu cầu tăng dần của nhóm khách hàng Ấn Độ và Đông Á từ Q2 với ít trở ngại cạnh tranh, giúp tăng trưởng sản lượng khoảng 10% so với hiện tại.

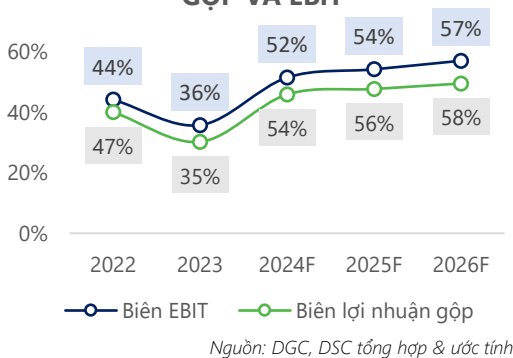
Danh mục sản phẩm giai đoạn I

Sản Phẩm	Chế Phẩm	CSTK (tấn)
NAOH 98%	Xút	150.000
HCL 35%	Axit HCL	15.000
PAC	Chất tẩy PAC	30.000
CA(OCl) ₂ 70%	Bột Tẩy Trắng	34.000
Javen 30%	Nước tẩy Javen	10.000
PVC	Nhựa PVC	Ngừng
Chloramin B	Chất diệt khuẩn	1.000

DOANH THU & BIÊN LỢI NHUẬN DỰ ÁN



DỰ PHÓNG BIÊN LỢI NHUẬN GỘP VÀ EBIT



Phương án nguồn vốn Dự án Nghi Sơn

Giai đoạn	Nguồn Vốn	Đầu tư
GD 01 45% vay vốn 55% vốn tự có	Vốn cố định: đầu tư công nghệ, xây dựng, và thuê đất	9700 tỷ VND
	Vốn lưu động	300 tỷ VND
Tổng đầu tư		10.000 Tỷ VND
GD 02 100% Vốn tự có	Vốn cố định: đầu tư công nghệ và lắp đặt	1700 tỷ VND
	Vốn lưu động	300 tỷ VND

Nguồn: DGC, DSC tổng hợp

Lăn bánh "Cú đấm thép" Tổ hợp hóa chất Nghi Sơn

Các khâu chuẩn bị bao gồm chi 200 tỷ đặt mua thiết bị và thuê tư vấn thiết kế đã đủ để khởi công dự án vào tháng 6 năm nay. Do khâu rủi ro trễ tiến độ lớn nhất là GPMB đã qua, DGC sẽ chạy thử dây chuyền từ Q2/2025 và ghi nhận doanh thu ở mức 540 tỷ VND trong Q4/2025, tương đương với 45% công suất thiết kế.

Khả năng sản xuất Xút nội địa chỉ đáp ứng 40-50% nhu cầu do giới hạn về nguyên vật liệu đầu vào và khả năng xử lý khí Clo. Do đó, sản phẩm Xút nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ ngày càng chiếm tỷ trọng lớn và cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm nội địa. Theo đó, DGC dự kiến hoạt động dự án tại 100% công suất thiết kế trong giai đoạn từ 2027, thu về doanh thu đều đặn ở mức 1.200 tỷ VND mỗi năm.

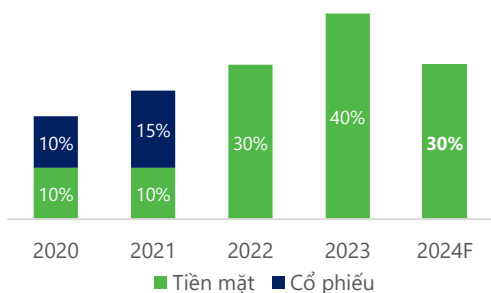
Tuy nhiên, việc sản xuất Xút chỉ đem lại biên lợi nhuận ở mức cao nhất là 17%, thấp hơn đáng kể biên lợi nhuận phốt pho vàng ở mức 35% do DGC sẽ phải nhập khẩu gần như toàn bộ muối công nghiệp nguyên liệu đầu vào quan trọng để sản xuất Xút.

Sức khỏe tài chính bền vững, còn dư địa để tốt hơn

Giai đoạn 1 của dự án Nghi Sơn dự kiến sẽ có tổng mức đầu tư 10.000 tỷ, trong đó DGC sẽ huy động 45% từ vay ngân hàng và tự chi trả phần còn lại. Chúng tôi nhận định điều này là phù hợp với tỉ lệ vay nợ thấp kỉ lục và số lượng tiền mặt ở mức 9.570 tỷ VND của DGC hiện tại. Việc vay thêm vốn giúp DGC triển khai giai đoạn 2 của dự án Nghi Sơn ngay sau giai đoạn 1 từ vốn tự có, với mức đầu tư dự kiến 2.000 tỷ VND.

Ngoài ra, DGC sẽ chi 10 tỷ VND mở rộng khai trường số 25 trong năm 2024, nâng tỷ lệ tự khai thác quặng từ 80% lên 100% từ năm 2025 nếu tính cả mỏ quặng 19b từ thương vụ mua lại CTCP Phốt Phô 6 đầu năm nay. Từ việc quặng apatit chiếm tới 60% giá vốn đầu vào của doanh nghiệp của doanh nghiệp, chúng tôi nhận định rằng việc mở rộng mỏ quặng hiện có sẽ giúp DGC tiết kiệm được khoảng 200 tỷ VND, có triển vọng đưa biên lợi nhuận của doanh nghiệp phục hồi và cao hơn so với mức đỉnh năm 2022.

CỔ TỨC



Nguồn: DGC, DSC tổng hợp

(Đơn vị: Tỷ VND)

	P/E	P/B	LNST Q1/2024
DGC	16,6	4,1	672,82
CSV	16,7	2,2	46,66
HVT	13,6	2,1	10,44
PLC	25,8	1,9	15,32
DCM	18,3	2,1	346

Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	14.444	9.748	10.202
% DTT (YoY)	51%	-33%	5%
Lợi nhuận gộp	6.750	3.440	3.979
Lợi nhuận sau thuế	6.037	3.242	3.400
% LNST (YoY)	140%	-46%	5%

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

DGC là doanh nghiệp trả cổ tức bằng tiền mặt tương đối đều kể cả trong những chu kỳ suy giảm của thị trường phốt pho.

Định giá

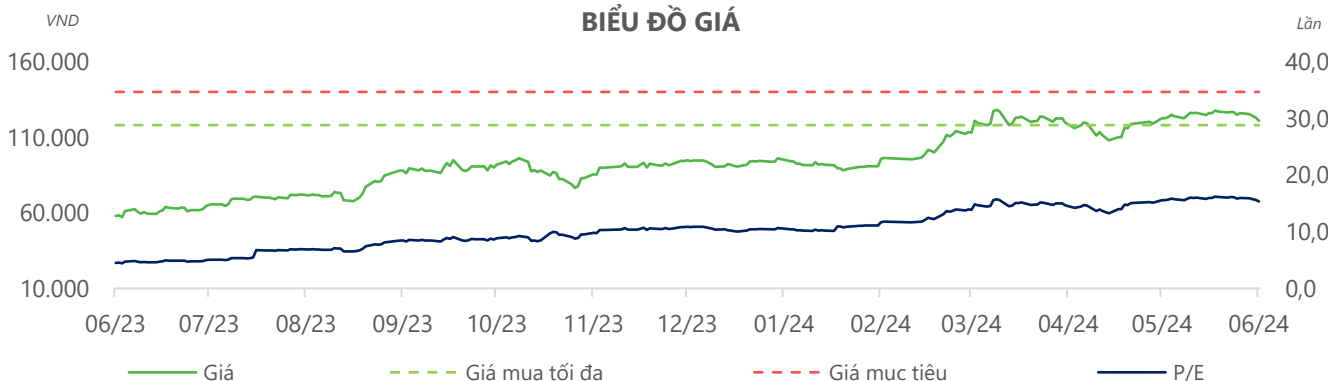
Ở thời điểm hiện tại P/E 16,24 lần, cao hơn trung bình 5 năm (9,04 lần), P/B 3,8 lần cao hơn trung bình 5 năm (2,74 lần). Đây là mức định giá tương đối cao do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư chỉ nên giải ngân tại vùng giá đủ an toàn, tương đương với mức khoảng 118.000-120.000 VND/cổ phiếu.

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của DGC sẽ có sự hồi phục nhẹ từ nền thấp nhờ sự hồi phục của các thị trường quan trọng Hàn Quốc và Nhật Bản, thêm vào đó là triển vọng giảm chi phí đầu vào nhờ việc mở rộng khai trường số 25. Cụ thể, DSC ước tính doanh thu đạt 10.202 tỷ (+5% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 3.400 tỷ (+5% YoY). Sử dụng phương pháp P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu DGC cho 1 năm tới là 140.000 VND/ cổ phiếu.

Thống kê báo cáo phân tích gần nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu DGC, giá mục tiêu bình quân là 135.000 VND/ cổ phiếu.

BIỂU ĐỒ GIÁ



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