



Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang

[Việt Nam / Hóa chất]

Bloomberg Ticker (DGC VN) | Reuters Ticker (DGC.HM)

MUA

Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) **87,000 VND**

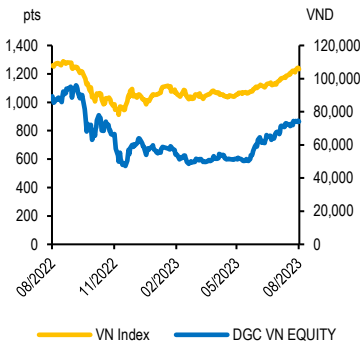
Giá hiện tại (14/08/2023) **73,400 VND**

Suất sinh lời (%) **18.5%**

VNINDEX	1,236
HINXINDEX	250
Vốn hóa (tỷ VND)	27,892
SLCP lưu hành (triệu CP)	380
Tự do giao dịch (triệu CP)	223
52-tuần cao/thấp (VND)	103,500/48,100
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.9
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	204

Cổ đông lớn (%) Đào Hữu Huyền và gia đình 39.11

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối	46.8	41.0	-18.8
Tg đổi với VN-Index (%)	30.9	22.0	-16.8



Nguồn: Bloomberg

Thào Nguyễn – Chuyên viên phân tích

(84-28) 6299-8004
thao.np@shinhan.com

Lý Bùi – Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029
ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Câu chuyện hấp dẫn phía trước

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 87,000 đồng

Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang (DGC) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực hóa chất công nghiệp và sản phẩm chính là phốt pho vàng (P₄). Dựa trên phương pháp DCF, chúng tôi định giá lần đầu DGC ở mức giá 87,000 đồng tương ứng với mức sinh lời 18.5%. Trong dài hạn, chúng tôi kì vọng doanh thu và lợi nhuận của DGC dự kiến sẽ tăng trưởng nhờ vào (1) Vị thế dẫn đầu về năng lực sản xuất P₄ ở Việt Nam, (2) Từ năm 2023, DGC nâng tỷ lệ tự chủ đầu vào quặng apatit giúp giảm giá thành sản xuất và (3) Một số dự án tiềm năng như dự án tổ hợp Nghi Sơn và dự án bauxite Đắk Nông sẽ là động lực tăng trưởng từ năm 2024 trở đi.

Vị thế dẫn đầu về năng lực sản xuất P₄ ở Việt Nam

DGC là doanh nghiệp có năng lực sản xuất P₄ lớn nhất cả nước với tổng công suất 72,000 tấn/năm, chiếm 90% thị phần trên cả nước. Chiến lược của DGC là đa dạng hóa sản phẩm và chế biến sâu vào các sản phẩm phốt pho. Mục tiêu của công ty là giảm rủi ro tăng thuế xuất khẩu P₄ và gia tăng nhóm sản phẩm có giá trị gia tăng như: axit photphoric điện tử, axit trích ly (WPA),...

Từ năm 2023, DGC nâng tỷ lệ tự chủ đầu vào quặng apatit giúp giảm giá thành sản xuất

Quặng apatit chiếm khoảng 20% - 30% tổng chi phí nguyên vật liệu. Giá quặng đang có xu hướng tăng dần do sự khan hiếm của quặng. Từ năm 2023, chúng tôi kì vọng DGC sẽ nâng khả năng tự chủ nguồn quặng apatit sau khi dự án Khai trường 25 và Khai trường 19b hoàn thành. Chúng tôi ước tính DGC sẽ nâng mức tự chủ apatit lên 70% – 80% trong thời gian tới, qua đó giúp giảm thiểu 20% – 30% chi phí từ việc đi mua ngoài.

Một số dự án tiềm năng như dự án tổ hợp Đức Giang Nghi Sơn và dự án bauxite Đắk Nông sẽ là động lực tăng trưởng từ năm 2024 trở đi

Dự án tổ hợp Nghi Sơn sẽ giúp giải quyết 4 vấn đề: (1) đa dạng hóa sản phẩm từ P₄, (2) dự án tận dụng được các nguồn phụ phẩm trong quá trình sản xuất, đặc biệt là khí Clo, (3) dự án giúp bù đắp nguồn cung xút NaOH thiếu hụt từ nội địa và (4) DGC sẽ trở thành công ty nội địa đầu tiên sản xuất PVC ở Việt Nam. Chúng tôi đưa dự án giai đoạn 1 Nghi Sơn vào dự phóng.

Dự án bauxite Đắk Nông giúp DGC tránh được rủi ro khi khai thác hết trữ lượng quặng apatit và đa dạng hóa sản phẩm. Chúng tôi kì vọng dự án bauxite sẽ mang lại lợi nhuận dài hạn cho DGC sau sản phẩm P₄. Tuy nhiên, dự án này vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu nên chúng tôi chưa đưa vào định giá.

Rủi ro: (1) Rủi ro tăng thuế xuất khẩu P₄ và (2) Giá điện đầu vào tăng cao hơn dự kiến

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	14,444	8,303	8,543	9,046	9,425
LN từ HĐKD (tỷ VND)	5,998	2,676	2,717	2,629	2,350
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	6,037	3,188	3,430	3,586	3,555
EPS (đồng)	14,653	7,723	8,308	8,687	8,612
BPS (đồng)	27,519	35,914	44,945	54,387	63,748
OPM	41.5%	32.2%	31.8%	29.1%	24.9%
NPM	41.8%	38.4%	40.1%	39.6%	37.7%
ROE	55.7%	22.3%	19.1%	16.4%	13.8%
PER (x)	4.8	11.1	10.6	10.1	10.2
PBR(x)	2.6	2.4	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

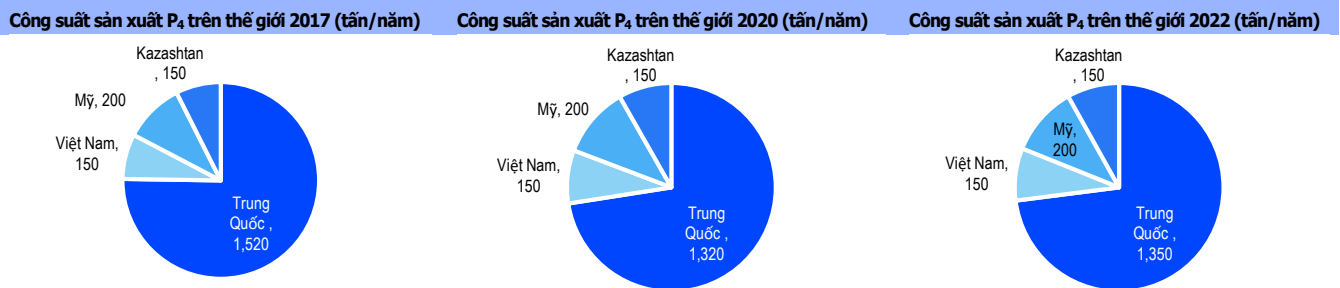
- 3 **Tổng quan ngành và doanh nghiệp**
- 6 **Quan điểm đầu tư**
- 10 **Dự phóng kết quả kinh doanh**
- 11 **Định giá và khuyến nghị**
- 15 **Rủi ro**
- 16 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan ngành và doanh nghiệp

1. Tổng quan ngành:

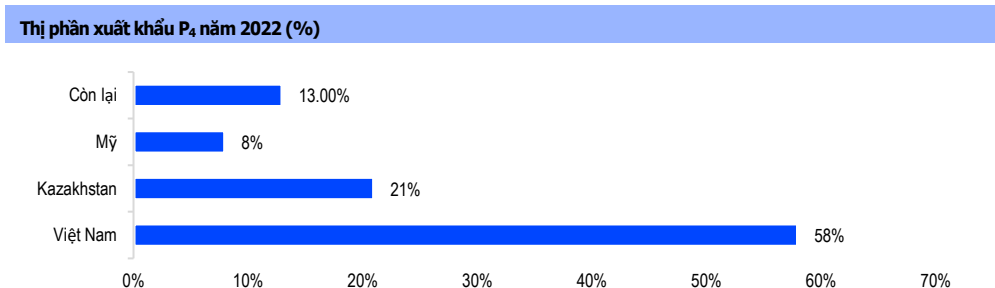
Phốt pho vàng có ứng dụng cao trong ngành công nghiệp như sản xuất các sản phẩm phosphate đặc biệt là axit photphoric và cũng được sử dụng rộng rãi trong các loại vật liệu nổ, diêm, pháo hoa, thuốc trừ sâu, kem đánh răng và chất tẩy rửa, phụ gia thức ăn chăn nuôi gia súc.

Trung Quốc có năng lực sản xuất P₄ lớn nhất thế giới nhờ vào sở hữu nguồn quặng apatit dồi dào. Trong những năm gần đây, Trung Quốc đã liên tục cắt giảm công suất P₄ do những yếu tố về môi trường và việc thiếu hụt điện năng. P₄ là sản phẩm tiêu thụ nhiều năng lượng điện. Việc thiếu điện tại Trung Quốc sẽ gây ảnh hưởng tới sản lượng sản xuất P₄ tại nước này.



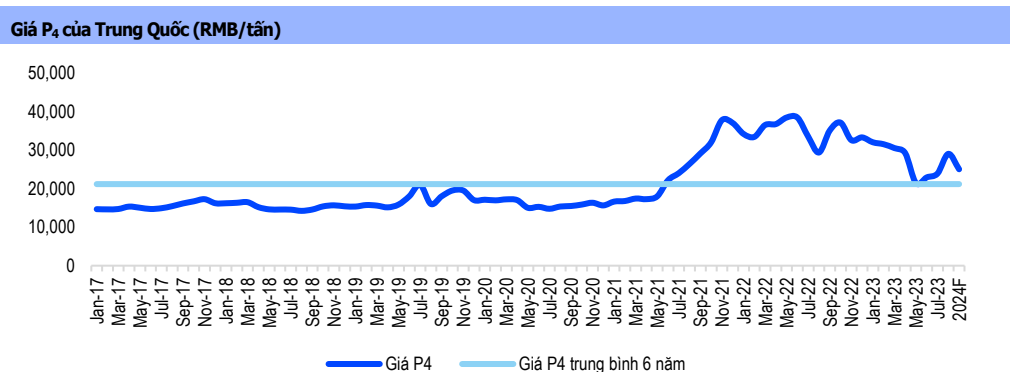
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trung Quốc chỉ sản xuất P₄ để phục vụ nội địa. Ngược lại, Việt Nam là một trong những nhà xuất khẩu P₄ lớn nhất trên thế giới. Việt Nam có lợi thế cạnh tranh nhờ vào: (1) Việt Nam là nước duy nhất ở khu vực Đông Nam Á có nguồn quặng apatit dồi dào, (2) chi phí sản xuất thấp, đặc biệt là chi phí điện và (3) thuế xuất khẩu P₄ ở mức thấp (5%).



Nguồn: Dữ liệu hải quan, Shinhan Securities Vietnam

Giá P₄ đã bùng nổ trong năm 2021 và 2022 do Trung Quốc cắt giảm công suất cùng với tình trạng thiếu điện. Trong những năm tới, chúng tôi nhận định giá P₄ sẽ bình thường hóa trở lại do nhu cầu yếu và tình hình nguồn cung của Trung Quốc được cải thiện.



Nguồn: Sunsirs, Shinhan Securities Vietnam

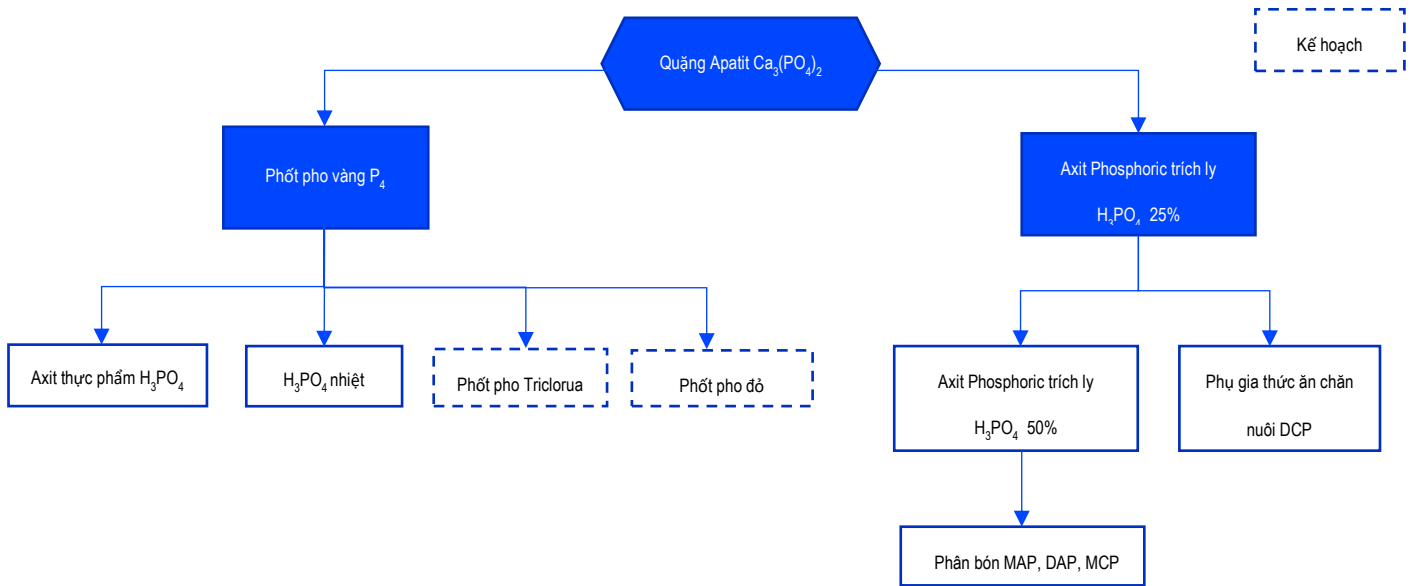
2. Tổng quan doanh nghiệp:

Lịch sử doanh nghiệp

Hóa chất Đức Giang là doanh nghiệp nhà nước được thành lập từ năm 1963, chuyên sản xuất bột giặt. Công ty cổ phần hóa vào năm 2004. DGC nộp hồ sơ niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) vào đầu tháng 11/2019 với hơn 129 triệu cổ phiếu. Năm 2020, DGC chuyển niêm yết cổ phiếu từ HNX sang Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HSX).

DGC sản xuất chủ yếu sản phẩm phốt pho vàng (P₄) và sản phẩm chuỗi giá trị phốt pho (axit photphoric trích ly, axit photphoric thực phẩm, thức ăn chăn nuôi,...) phục vụ cho ngành công – nông nghiệp.

Chuỗi giá trị sản xuất của DGC

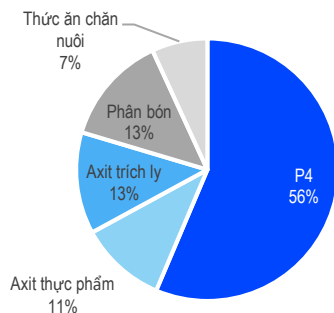


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

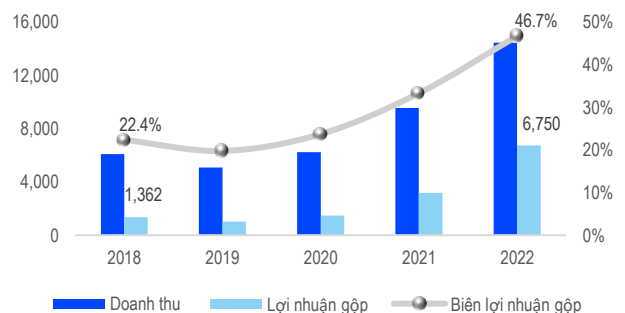
Trong đó:

- Phốt pho vàng (P₄) (chiếm khoảng 60% doanh thu): đây là sản phẩm trung gian quan trọng nhất, có tính ứng dụng cao trong nhiều lĩnh vực (P₄ có thể nối dài chuỗi giá trị với các sản phẩm như: axit photphoric nhiệt, axit photphoric thực phẩm,...).
- Axit photphoric trích ly (WPA) (chiếm khoảng 13% doanh thu): nguồn nguyên liệu cơ bản để sản xuất được phân bón cao cấp DAP, MAP, supe lân,...
- Axit photphoric thực phẩm (chiếm khoảng 11% doanh thu): thường được sử dụng để kiểm soát độ pH trong ngành công nghiệp thực phẩm, ví dụ như trong sản xuất các sản phẩm phô mai, chất béo và mỡ. Axit photphoric thực phẩm cũng được sử dụng trong ngành công nghiệp nước giải khát.

Cơ cấu doanh thu của DGC (%)

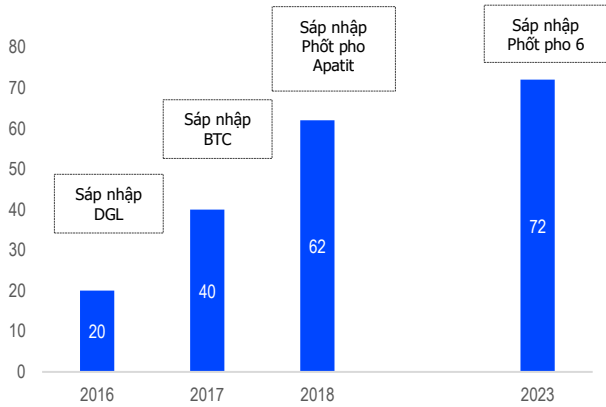


Doanh thu và lợi nhuận gộp của DGC (tỷ đồng)

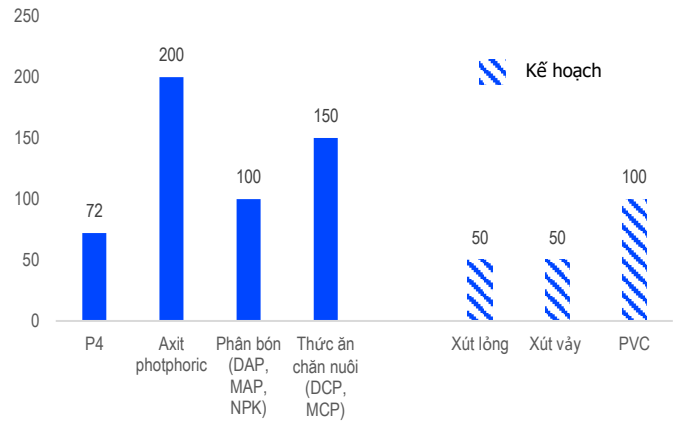


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

Công suất sản xuất P₄ của DGC (nghìn tấn/năm)

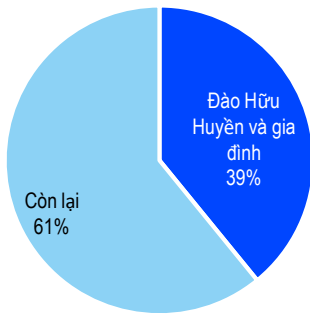


Quy mô sản xuất của DGC (nghìn tấn/năm)

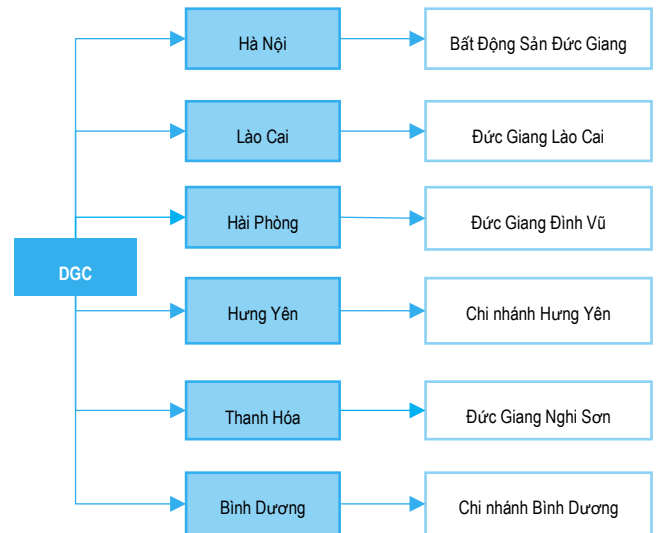


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

Cơ cấu cổ đông 09/08/2023



Mô hình kinh doanh



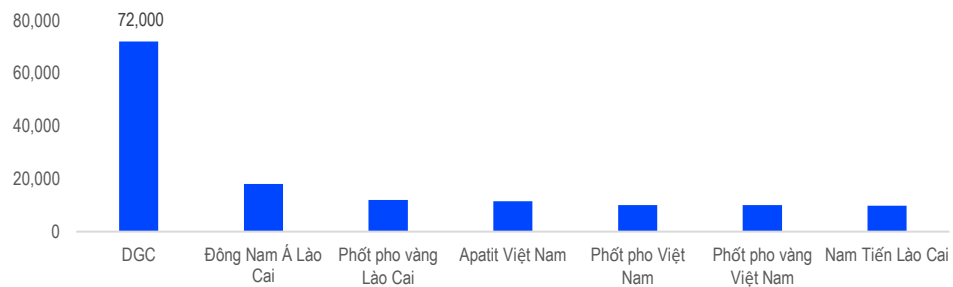
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

Quan điểm đầu tư

Vị thế dẫn đầu về năng lực sản xuất P₄ ở Việt Nam

Việt Nam có 7 doanh nghiệp tham gia sản xuất và kinh doanh P₄, chủ yếu tập trung tại tỉnh Lào Cai. DGC là doanh nghiệp có năng lực sản xuất P₄ lớn nhất cả nước với tổng công suất 62 nghìn tấn/năm, chiếm khoảng 90% thị phần trên cả nước. Trong quý 2/2023, DGC mua lại CTCP Phốt pho 6 (công suất: 10,000 tấn/năm), nâng công suất sản xuất P₄ lên thêm 15%. Hiện tại, tỉnh Lào Cai không cấp phép mới cho dự án P₄. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là lợi thế để DGC phát triển trong trung và dài hạn.

Công suất sản xuất P₄ của Việt Nam (tấn/năm)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Ngoài ra, chiến lược của DGC là đa dạng hóa sản phẩm và chế biến sâu vào các sản phẩm chuỗi giá trị phốt pho. Mục tiêu của công ty là giảm rủi ro tăng thuế xuất khẩu P₄ và gia tăng nhóm sản phẩm có giá trị gia tăng như: axit photphoric điện tử, axit trích ly (WPA),...

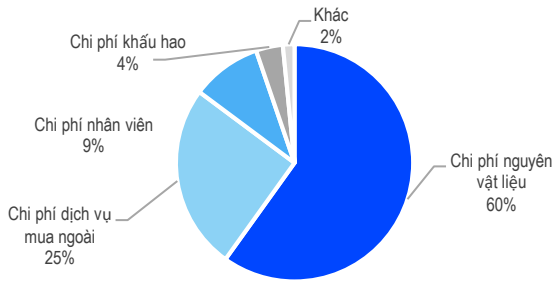
Sản phẩm chính	Công suất (tấn/năm)	Ứng dụng	Thị trường tiêu thụ	Đối thủ cạnh tranh	Lợi thế cạnh tranh
P ₄ (phốt pho vàng)	72,000	Ngành điện tử, bán dẫn, chất chống cháy nổ, thuốc trừ sâu, diệt cỏ,..	100% xuất khẩu: sang Ấn Độ, Hàn Quốc, Nhật Bản	Hàn Quốc, Nhật Bản: DGC gần như chiếm thị phần lớn ở 2 nước này Ấn Độ: DGC cạnh tranh với Kazakhstan	Chi phí giá điện thấp Thuế xuất khẩu P ₄ ở Việt Nam thấp chỉ có 5% (Trung Quốc: 20%)
H ₃ PO ₄ (axit photphoric)	160,000 WPA, 40,000 HPO	Sản xuất phân bón DAP, MAP, NPK, thực phẩm đồ uống	50% sử dụng nội bộ để làm phân bón và 50% xuất khẩu: Ấn Độ, Trung Quốc	Ấn Độ, Morocco, Tunisia, Jordan,...	Ấn Độ: không có quarry apatit Việt Nam gần cụm khu công nghiệp phía Nam Trung Quốc
DAP, MAP, NPK	100,000	Phân bón	Nội địa	Doanh nghiệp duy nhất sản xuất phân MAP ở Việt Nam	
DCP, MCP	150,000	Phụ gia thức ăn chăn nuôi	Nội địa		
Phốt pho đỏ (trong kế hoạch)	5,000	Sản xuất pháo hoa, phân bón và thuốc trừ sâu			
PCl ₃ (trong kế hoạch)		Sản xuất chất dẻo, sơn, dầu nhờn			

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

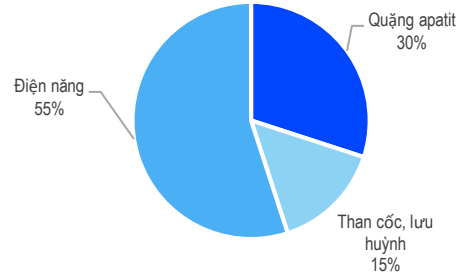
Từ năm 2023, DGC nâng tỷ lệ tự chủ đầu vào quặng apatit giúp giảm giá thành sản xuất

Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 60% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của DGC. Trong đó, quặng apatit chiếm khoảng 20% - 30% tổng chi phí nguyên vật liệu, một số nguyên liệu khác như than cốc, lưu huỳnh,.. chiếm từ 10% – 15% nguyên vật liệu đầu vào và còn lại là chi phí điện năng.

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố (%)



Cơ cấu chi phí nguyên vật liệu (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Hiện tại, Vinachem là đơn vị quản lý và khai thác nguồn quặng Apatit ở Việt Nam. Giá quặng mặc dù bị kiểm soát bởi Vinchem nhưng tương đối ổn định và thấp hơn nhiều so với giá quặng nhập khẩu. Mặc dù vậy, giá quặng đang có xu hướng tăng dần do sự khan hiếm của quặng. Từ năm 2023, chúng tôi kì vọng DGC sẽ nâng khả năng tự chủ nguồn quặng apatit sau khi dự án Khai trường 25 và Khai trường 19b hoàn thành. Chúng tôi ước tính DGC sẽ nâng mức tự chủ apatit lên 70% – 80% trong thời gian tới, qua đó giúp giảm thiểu 20% – 30% chi phí từ việc đi mua ngoài.

Dự án khai trường 25	
Địa điểm	Huyện Bát Xát, tỉnh Lào Cai
Trữ lượng quặng	Khoảng 3.7 triệu tấn, chất lượng quặng tốt
Tổng vốn đầu tư	210 tỷ
Thời gian khai thác	6 năm, kể từ 21/4/2021. Giấy phép khai thác hai năm đầu là: 200,000 tấn
Dự án khai trường 19b	
Địa điểm	tỉnh Lào Cai
Trữ lượng quặng	Khoảng 5 triệu tấn, chất lượng quặng tốt
Thời gian khai thác	5 năm

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Một số án tiềm năng như dự án tổ hợp Đức Giang Nghi Sơn và dự án bauxite Đắk Nông sẽ là động lực tăng trưởng trong giai đoạn từ năm 2024 trở đi

❖ **Dự án Nghi Sơn** sẽ giải quyết 4 vấn đề:

- (1) Đa dạng hóa sản phẩm từ P₄.
- (2) Dự án tận dụng được các nguồn phụ phẩm trong quá trình sản xuất, đặc biệt là khí Clo. P₄ phản ứng với khí Clo để tạo ra PCl₃ và H₃PO₃ (ứng dụng nhiều trong công nghiệp hóa chất tạo nhựa và dung môi).

(3) Dự án giúp bù đắp nguồn cung xút NaOH¹ thiếu hụt từ nội địa. Nguồn cung NaOH của Việt Nam chỉ đáp ứng khoảng 50% nhu cầu nội địa trong khi nhu cầu xút còn khá lớn.

(4) DGC sẽ trở thành công ty nội địa đầu tiên sản xuất nhựa PVC² ở Việt Nam. Hiện tại, Việt Nam chưa làm chủ được chuỗi giá trị sản xuất nhựa do phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu đầu vào là hạt nhựa và dung môi phải nhập khẩu.

Giai đoạn	Tổng đầu tư	Sản phẩm	Đối thủ cạnh tranh	Lợi nhuận kì vọng
Giai đoạn 1	2,400 tỷ đồng	Xút lỏng NaOH: 50,000 tấn/năm và các sản phẩm từ Clo	CSV, HVT, Hóa chất Đông Á	Doanh thu 2 giai đoạn dự kiến: 6,000 – 7,000 tỷ
Giai đoạn 2	6,000 tỷ đồng	Xút vảy NaOH ³ : 100,000 tấn/năm PVC: 100,000 tấn/năm	Công ty đầu tiên sản xuất PVC ở Việt Nam	Lợi nhuận 2 giai đoạn dự kiến: 800 tỷ

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

❖ **Dự án bauxite⁴ Đắk Nông:** dự án khai thác quặng bauxite, luyện bauxite thành alumin và điện phân alumin thành nhôm. Dự án giúp DGC tránh được rủi ro khi khai thác hết trữ lượng quặng apatit và đa dạng hóa sản phẩm. Chúng tôi kì vọng dự án bauxite sẽ mang lại lợi nhuận dài hơi cho DGC sau sản phẩm P₄. Tuy nhiên, dự án này vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu nên chúng tôi chưa đưa vào định giá.

Giai đoạn	3 giai đoạn
Vốn đầu tư	1.6 tỷ USD
Quy mô	14.4 triệu tấn quặng bauxite/năm 3 nhà máy tuyển quặng công suất 5.8 triệu tấn quặng tinh/năm
Lợi nhuận kì vọng	4,800 tỷ

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

1 Công dụng của xút: được sử dụng làm chất tẩy rửa đường ống thoát nước, thông cống thoát nước, loại bỏ dầu mỡ tích tụ từ lò nung, được sử dụng để làm xà phòng và chất tẩy rửa.

2 PVC là một loại nhựa nhiệt dẻo được tạo thành từ phản ứng trùng hợp vinylchloride có công thức (CH₂=CHCl).

3 Xút vảy NaOH là khối vảy màu trắng có khả năng hút ẩm cao và rất dễ hòa tan trong nước. Xút vảy NaOH được tạo ra từ sự bay hơi của xút lỏng NaOH.

4 Quặng bauxite được dùng sản xuất Al (nhôm).

Dự phóng kết quả kinh doanh

Trong năm 2023, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của DGC được dự phóng lần lượt đạt 8,303 tỷ đồng (-42.5% YoY) và 3,188 tỷ đồng (-47.2% YoY). Kết quả kinh doanh bị ảnh hưởng bởi giá P₄ và giá các sản phẩm liên quan đến phốt pho giảm. Bên cạnh đó, giá phân bón tiếp tục giảm trong năm 2023 do nhu cầu các mặt hàng nông sản giảm và suy thoái kinh tế toàn cầu.

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận DGC	2022	2023F	YoY	2024F	YoY
Doanh thu (tỷ VND)	14,444	8,303	-42.5%	8,543	2.9%
LN từ HĐKD (tỷ VND)	5,998	2,676	-55.4%	2,717	1.5%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	6,037	3,188	-47.2%	3,430	7.6%
EPS (đồng)	14,653	7,723	-47.3%	8,308	7.6%
BPS (đồng)	27,519	35,914	30.5%	44,945	25.1%
OPM	41.5%	32.2%		31.8%	
NPM	41.8%	38.4%		40.1%	
ROE	55.7%	22.3%		19.1%	
PER (x)	5.3	11.3		10.6	
PBR(x)	2.8	2.4		2.0	
EV/EBITDA (x)	0.3	0.5		0.4	

Dự phóng doanh thu theo mảng của DGC	2022	2023F	YoY	2024F	YoY	Giải định
Doanh thu phốt pho công nghiệp	9,471	4,954	-47.7%	4,359	-15.9%	
Trong đó:						
***Doanh thu Phốt pho vàng (tỷ đồng)	7,961	3,899	-51.0%	3,446	-14.0%	
Sản lượng (tấn)	54,145	40,609	-25.0%	44,670	10%	Chúng tôi giả định sản lượng P ₄ giảm do nhu cầu suy yếu
Giá trung bình (triệu đồng/tấn)	147	96	-34.7%	77	-16.9%	Chúng tôi ước tính giá bán P ₄ điều chỉnh giảm do nhu cầu suy yếu và Trung Quốc phục hồi chậm
Doanh thu phốt pho nông nghiệp	4,649	3,349	-28.0%	3,351	0.1%	
Trong đó:						
***Doanh thu WPA (tỷ đồng)	1,770	1,550	-12.4%	1,621	4.5%	
Sản lượng trung bình (tấn)	108,403	140,924	30.0%	162,062	15.0%	Chúng tôi giả định sản lượng WPA sẽ ổn định
Giá trung bình (triệu đồng/tấn)	16.3	11.0	-32.6%	10.0	-9.1%	Chúng tôi ước tính giá bán giảm và quay về mức giá trung bình 6 năm
***Doanh thu phân bón (tỷ đồng)	1,910	1,179	-38.3%	1,078	-8.6%	
Sản lượng trung bình (tấn)	217,230	198,270	-8.7%	198,270	0.0%	Chúng tôi giả định sản lượng giảm do nhu cầu suy yếu
Giá trung bình (triệu đồng/tấn)	8.79	5.95	-32.4%	5.44	-8.6%	Giá bán điều chỉnh do nhu cầu suy yếu và giá khí giảm
Doanh thu Xút – Clo				774		Dự án Nghi Sơn giai đoạn 1 đi vào hoạt động, công suất 30%
Tổng doanh thu	14,444	8,303	-42.5%	8,543	2.9%	

Cập nhật kết quả kinh doanh 6T/2023:

Lũy kế trong 6 tháng đầu năm 2023, DGC ghi nhận doanh thu đạt 4,896 tỷ đồng (-35.9% y.o.y); lợi nhuận sau thuế đạt 1,704 tỷ đồng (-49.9% y.o.y), lần lượt đạt 59% và 53% dự phóng của chúng tôi. Nguyên nhân giảm mạnh do sản lượng tiêu thụ và giá bán một số mặt hàng giảm trong nước và thế giới. Trong đó, phốt pho vàng ghi nhận sản lượng tiêu thụ giảm 44%, doanh thu giảm 57%; sản phẩm WPA ghi nhận sản lượng tăng 43%, doanh thu giảm 8%; phân bón các loại ghi nhận sản lượng giảm 2.26%, doanh thu giảm 0.28%.

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 87,000 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu Công ty cổ phần Hóa chất Đức Giang (DGC) với khuyến nghị Mua và giá mục tiêu đạt 87,000 đồng tương ứng với mức tăng 18.5%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, DGC có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- 1) Vị thế dẫn đầu về năng lực sản xuất P₄ ở Việt Nam.
- 2) Bắt đầu từ năm 2023, DGC nâng tỷ lệ tự chủ đầu vào quặng apatit giúp giảm giá thành sản xuất.
- 3) Một số án tiềm năng như dự án tổ hợp Nghi Sơn và dự án bauxite Đắk Nông sẽ là động lực tăng trưởng trong giai đoạn từ năm 2024 trở đi.

Phương pháp định giá

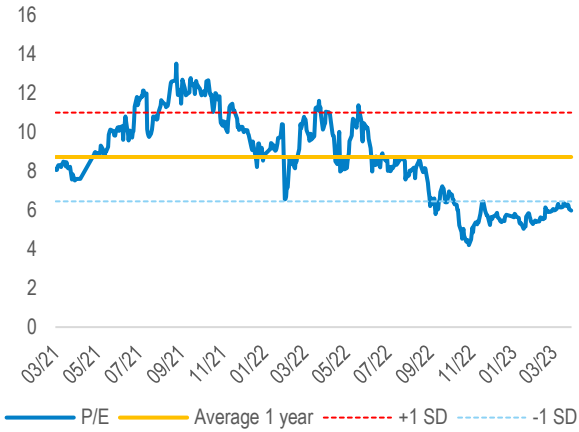
Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá DGC.

Phương pháp định giá DCF (đã bao gồm dự án tổ hợp Nghi Sơn giai đoạn 1)					
(Đơn vị: tỉ VND)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
LN ròng công ty mẹ	2,933	3,155	3,299	3,271	3,442
Cộng: lãi vay sau thuế	15	18	19	21	23
Cộng: Khấu hao	311	361	420	484	559
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-39	-20	-46	-67	-35
Trừ: Vốn đầu tư	373	506	587	678	838
Dòng tiền tự do (FCFF)	2,924	3,049	3,196	3,165	3,221
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	11,382				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	14,520				
Giá trị doanh nghiệp	25,902				
Nợ	1,000				
Tiền và tương đương tiền	8,520				
Giá trị vốn chủ sở hữu	33,422				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	380				
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	87,000				

WACC	14.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	9.57%
Beta	1.1
Chi phí nợ	8%
Chi phí sử dụng vốn	14.7%
Tỷ lệ nợ trên vốn	4.3%
Giá trị nợ vay (tỷ đồng)	1,000

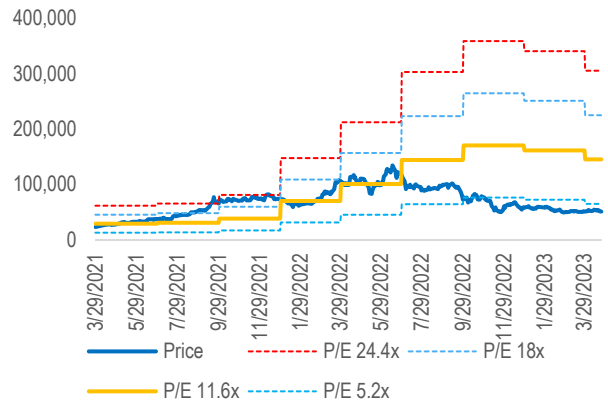
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của DGC 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của DGC



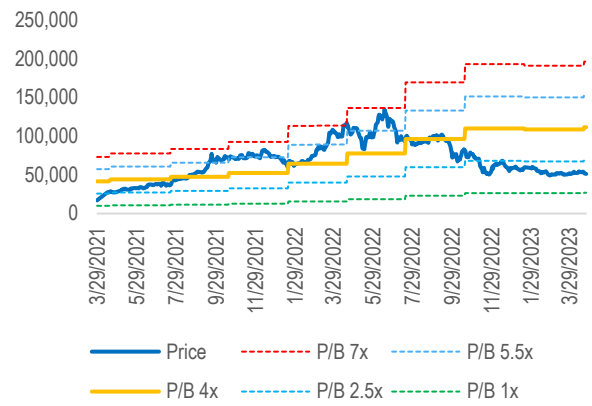
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của DGC 1 năm qua



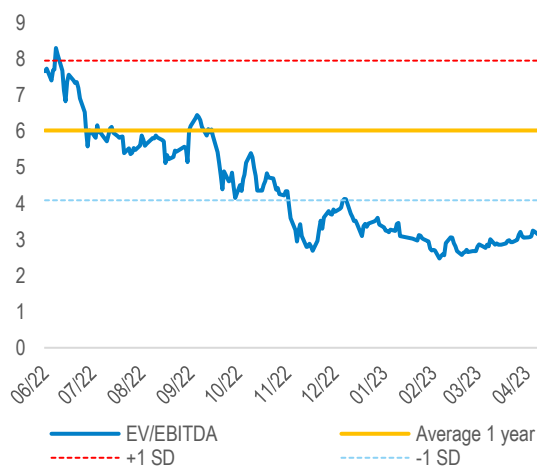
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của DGC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của DGC 1 năm qua



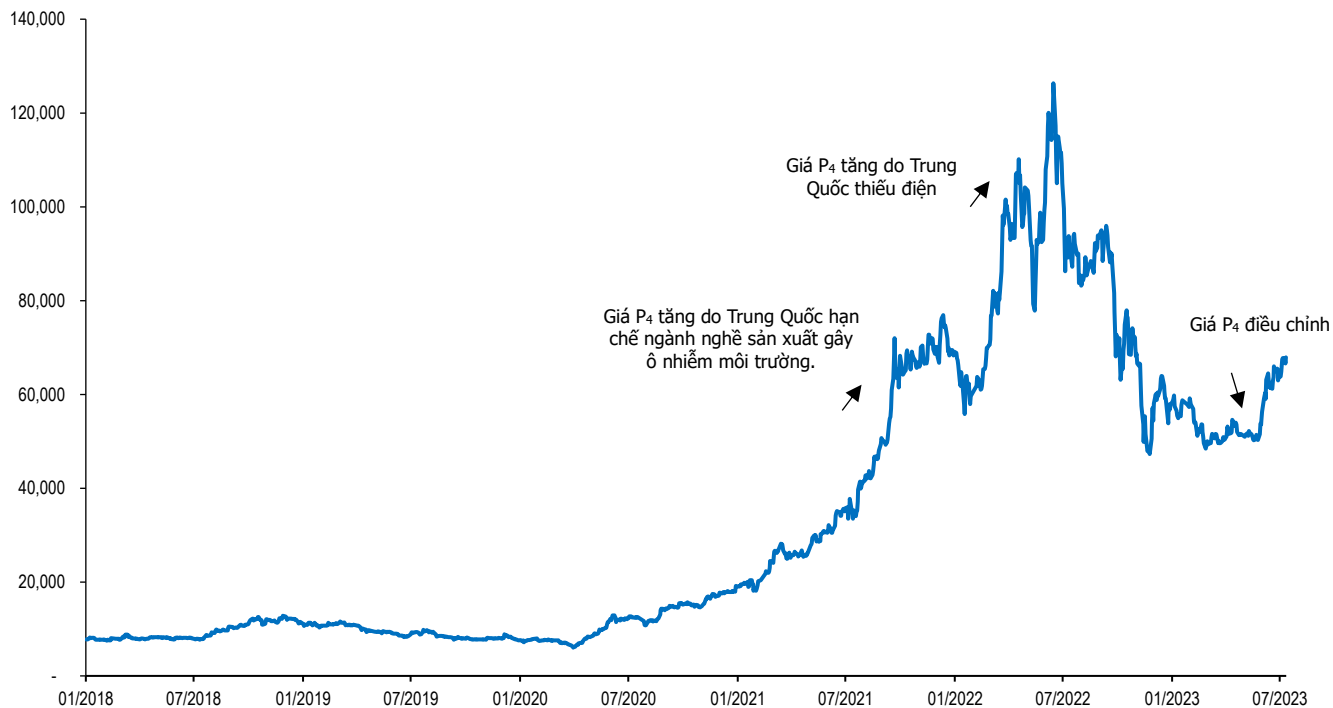
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu DGC tương quan với ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của DGC



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Sự thay đổi thuế xuất khẩu phốt pho

Bộ Tài chính có thể nâng mức thuế xuất khẩu lên 15% đối với mặt hàng phốt pho vàng (thay vì 5%), để góp phần vào mục tiêu bảo vệ tài nguyên khoáng sản và hạn chế ngành nghề sản xuất gây ô nhiễm môi trường.

Giá điện tăng cao hơn dự kiến

Chi phí điện chiếm 30% – 40% tổng chi phí đầu vào, là chi phí lớn nhất trong sản xuất của DGC. DGC phụ thuộc hoàn toàn vào hệ thống lưới điện quốc gia của EVN, đồng nghĩa với việc công ty chịu rủi ro khi giá điện tăng.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tổng tài sản	8,520	13,406	16,383	20,190	24,287
Tài sản ngắn hạn	5,997	10,985	12,887	15,894	19,157
Tiền và tương đương tiền	124	1,535	4,155	7,115	10,273
Đầu tư TC ngắn hạn	3,632	7,471	7,471	7,471	7,471
Các khoản phải thu	781	919	529	544	576
Hàng tồn kho	1,386	1,000	671	705	777
Tài sản dài hạn	2,523	2,420	2,716	3,094	3,496
Tài sản cố định	1,974	1,781	2,077	2,455	2,856
Chi phí xây dựng cơ bản	172	234	234	234	234
Tài sản dài hạn khác	378	406	406	406	406
Tổng nợ	2,188	2,572	2,107	2,209	2,433
Nợ ngắn hạn	2,188	2,571	2,106	2,209	2,433
Khoản phải trả	683	326	219	230	254
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	842	468	682	716	790
Khác	663	1,778	1,205	1,263	1,390
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	6,332	10,834	14,277	17,981	21,854
Vốn góp chủ sở hữu	1,711	3,798	3,798	3,798	3,798
Thặng dư vốn	1,787	1,787	1,787	1,787	1,787
Vốn khác	-368	-217	-217	-217	-217
Lợi nhuận giữ lại	2,947	5,084	8,272	11,702	15,288
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	255	382	638	912	1,199
*Nợ vay	842	468	682	716	790
*Nợ ròng (tiền)	-2,914	-8,539	-10,944	-13,870	-16,954

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền từ HĐKD	1,073	6,871	3,283	3,537	3,765
Lợi nhuận ròng	2,388	5,565	2,933	3,155	3,299
Khấu hao TSCĐ	268	285	311	361	420
(Lãi) từ HĐ đầu tư					
Thay đổi vốn lưu động	-55	1,021	39	20	46
Thay đổi khác	-1,528	0	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-1,101	-129	-373	-506	-587
Thay đổi tài sản cố định	-241	-157	-373	-506	-587
Thay đổi tài sản đầu tư	-860	28	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	183	700	-290	-72	-19
Thay đổi vốn cổ phần	0	2,214	255	274	287
Tiền đi vay/(trả) nợ	183	-374	215	34	74
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	0	-1,139	-760	-380	-380
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	155	7,442	2,620	2,959	3,158
Tổng tiền đầu năm	282	124	1,535	4,155	7,115
Thay đổi trong kỳ giá					
Tổng tiền cuối năm	124	1,535	4,155	7,115	10,273

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	9,550	14,444	8,303	8,543	9,046
Tăng trưởng		51.2%	-42.5%	2.9%	5.9%
Giá vốn hàng bán	6,368	7,694	5,170	5,425	5,983
Lợi nhuận gộp	3,182	6,750	3,133	3,118	3,063
Biên lợi nhuận gộp	33.3%	46.7%	37.7%	36.5%	33.9%
Chi phí BH & QLDN	640	752	457	402	434
LN từ HĐKD	2,542	5,998	2,676	2,717	2,629
Tăng trưởng		136.0%	-55.4%	1.5%	-3.3%
Biên LN từ HĐKD	26.6%	41.5%	32.2%	31.8%	29.1%
LN khác	103	384	657	871	1,125
Thu nhập tài chính	171	533	805	1,022	1,277
Chi phí tài chính	68	150	148	151	152
Trong đó: Chi phí lãi vay	14	18	16	19	20
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	-7	-6	0	34	34
LNTT	2,637	6,376	3,367	3,622	3,787
Thuế TNDN	123	339	179	192	201
LNST	2,514	6,037	3,188	3,430	3,586
Tăng trưởng		140.2%	-47.2%	7.6%	4.6%
Biên lợi nhuận ròng	26.3%	41.8%	38.4%	40.1%	39.6%
LNST cổ đông công ty mẹ	2,388	5,565	2,933	3,155	3,299
Lợi ích CĐTS	126	472	255	274	287
LN trước thuế và lãi vay	2,651	6,393	3,383	3,641	3,807
Tăng trưởng		141.2%	-47.1%	7.6%	4.6%
Biên LN	27.8%	44.3%	40.7%	42.6%	42.1%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	2,919	6,679	3,694	4,002	4,227
Tăng trưởng		128.8%	-44.7%	8.4%	5.6%
Biên LN	30.6%	46.2%	44.5%	46.8%	46.7%

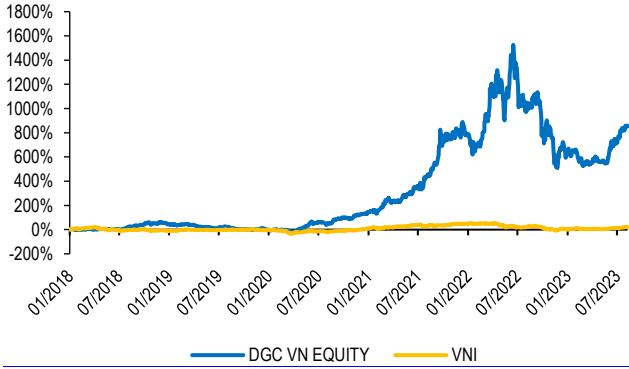
Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (đồng)	13,959	14,653	7,723	8,308	8,687
BPS (đồng)	35,519	27,519	35,914	44,945	54,387
DPS (đồng)	1,000	3,000	2,000	1,000	1,000
PER (x)	5.5	5.3	11.3	10.5	10.0
PBR (x)	2.2	2.8	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	0.6	0.3	0.5	0.4	0.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức	7%	20%	26%	12%	12%
Lãi cổ tức	2.2%	6.7%	4.4%	2.2%	2.2%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA	30.6%	46.2%	44.5%	46.8%	46.7%
Biên LN từ HĐKD	26.6%	41.5%	32.2%	31.8%	29.1%
Biên LNST	26.3%	41.8%	38.4%	40.1%	39.6%
ROA	29.5%	45.0%	19.5%	17.0%	14.8%
ROE	39.7%	55.7%	22.3%	19.1%	16.4%
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu	13.3%	4.3%	4.8%	4.0%	3.6%
Tỷ số thanh toán tiền mặt	5.7%	59.7%	197.3%	322.1%	422.2%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	186.0	340.8	172.4	143.9	129.3
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	70	55	55	55	55
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	79	47	47	47	47
Số ngày khoản phải thu (ngày)	30	23	23	23	23

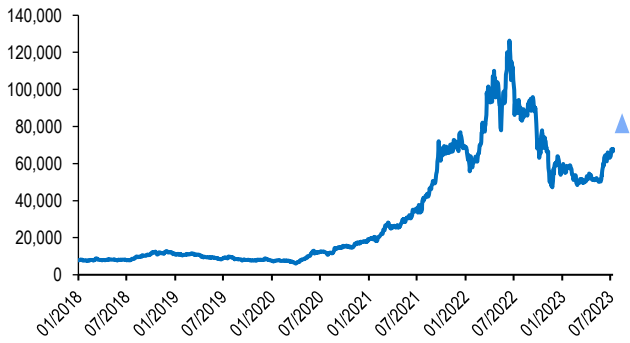
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang (DGC VN)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
10/08/2023 (BC lần đầu)	MUA	87,000	14.5	-15.9/80.8

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Thao Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: DGC VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiuzui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000