

Bùi Thị Phương

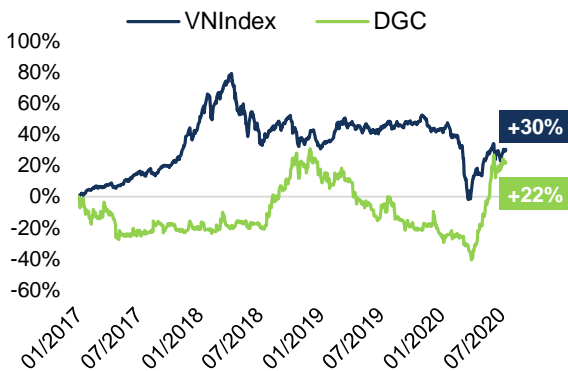
Chuyên viên phân tích

 Email: phuongbt@fpts.com.vn

Tel: (+84) 24 3773 9058 – Ext: 4312

Người phê duyệt báo cáo
Nguyễn Thị Kim Chi

Phó Giám đốc phân tích đầu tư

Biến động giá cổ phiếu DGC và VNINDEX


Thông tin giao dịch	17/07/2020
Giá hiện tại	40.400
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	41.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	19.400
Số lượng CP niêm yết (cp)	129.363.616
Số lượng CP lưu hành (cp)	129.363.616
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	215.740
Vốn hóa (tỷ VND)	5.148,23
EPS trailing (VND/cp)	5.870
P/E trailing	6,88x

Thông tin doanh nghiệp	
Tên	Công ty cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang
Địa chỉ	Số 18/44 Đức Giang, P. Thượng Thanh, Q. Long Biên, TP. Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại hóa chất cơ bản
Lợi thế cạnh tranh	Chuỗi giá trị phốt pho hoàn thiện, lợi thế cạnh tranh về chi phí
Rủi ro chính	Rủi ro tăng thuế xuất khẩu phốt pho vàng

Cơ cấu cổ đông	01/07/2020
Chủ tịch HĐQT Đào Hữu Huyền và người có liên quan	38,85%
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	8,85%
Cổ đông khác	52,30%

Giá thị trường (17/07/2020)	40.400	Khuyến nghị
Giá mục tiêu	45.600	THEO DÕI
Chênh lệch	+12,9%	

MẢNG PHỐT PHO KỶ VỌNG DUY TRÌ ỔN ĐỊNH, ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TỪ MẢNG XÚT - CLO

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DGC bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Với kỳ vọng mảng phốt pho duy trì ổn định và động lực tăng trưởng tích cực từ mảng xút - Clo, giá mục tiêu của cổ phiếu DGC được xác định là **45.600 VND/cp**, +12,9% so với giá đóng cửa ngày 17/07/2020. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DGC ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào cổ phiếu DGC tại mức giá 38.000 VND/cp, thấp hơn 5,9% so với giá thị trường ngày 17/07/2020. [\(Chi tiết định giá\)](#)

Ngày 28/07/2020, cổ phiếu DGC dự kiến được niêm yết và giao dịch phiên đầu tiên tại Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh (HSX). [\(Chi tiết\)](#)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

► Chuỗi giá trị phốt pho hoàn thiện, DGC có vị thế cạnh tranh cao trong nước và thị trường thế giới [\(Chi tiết\)](#)

Sản phẩm phốt pho và hóa chất gốc phốt pho là sản phẩm chủ lực của DGC, chiếm 95,7% tổng doanh thu năm 2019. Với chuỗi giá trị phốt pho đang dần hoàn thiện và lợi thế cạnh tranh về chi phí so với các đối thủ lớn trên thế giới, mảng phốt pho của DGC kỳ vọng duy trì ổn định trong giai đoạn tới.

► Mảng bột giặt, chất tẩy rửa chuyển hướng, đẩy mạnh sản xuất các hoạt chất đầu vào và chất phụ gia [\(Chi tiết\)](#)

Thị trường bột giặt, chất tẩy rửa Việt Nam cạnh tranh gay gắt, với sự hiện diện của các công ty đa quốc gia lớn như Unilever, P&G, Johnson & Johnson, ... Sản phẩm của DGC không có lợi thế về thương hiệu nên rất khó cạnh tranh. Từ năm 2019, DGC đã đẩy mạnh sản xuất các hoạt chất đầu vào và chất phụ gia như LAS (chất hoạt động bề mặt), kỳ vọng đây là hướng đi mới cho mảng bột giặt, chất tẩy rửa của DGC.

► Mảng xút - Clo có tiềm năng tăng trưởng tích cực [\(Chi tiết\)](#)

Hiện nguồn cung xút nội địa mới chỉ đáp ứng được 40% nhu cầu tiêu thụ xút hàng năm, trong khi các DN sản xuất xút nội địa đã đạt công suất tối đa. 60% nhu cầu còn lại phụ thuộc phần lớn vào thị trường Trung Quốc. Với lợi thế cạnh tranh về chi phí điện (chiếm 40% giá thành xút) và vị trí địa lý thuận lợi cho vận chuyển hàng hóa cũng như nhập khẩu nguyên liệu muối, kỳ vọng mảng xút - Clo của DGC tăng trưởng tốt từ năm 2022 khi dự án hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn đi vào hoạt động.

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

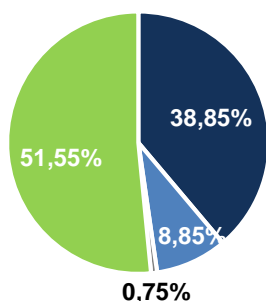
- Rủi ro tăng thuế xuất khẩu phốt pho vàng [\(Chi tiết\)](#)
- Tiến độ thực hiện dự án bất động sản Đức Giang [\(Chi tiết\)](#)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành phát triển

1963	• Năm 1963, Công ty Hoá chất Đức Giang (trực thuộc Tổng cục Hóa chất Việt Nam) được thành lập – Tiền thân của CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC).
2004	• Tháng 03/2004, chuyển đổi thành Công ty cổ phần với mức vốn điều lệ là 15 tỷ đồng.
2014	• Tháng 08/2014, DGC chính thức được niêm yết và giao dịch trên sàn GDCK Hà Nội. • Tháng 09/2014, khánh thành Tổ hợp Nhà máy Hóa chất Đức Giang - Lào Cai (DGL).
2017	• Tháng 10/2017, hoàn thành sáp nhập 02 công ty liên kết là Hóa chất Bảo Thắng và Hóa chất Phân bón Lào Cai vào công ty con Hóa chất Đức Giang - Lào Cai (DGL).
2018	• Tháng 09/2018, hoàn thành sáp nhập công ty con Hóa chất Đức Giang - Lào Cai (DGL) vào công ty mẹ DGC, tăng tổng vốn điều lệ lên 1.078 tỷ đồng.
2019	• Tháng 04/2019, chuyển đổi mô hình hoạt động sang mô hình Tập đoàn và đổi tên thành Công ty cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang.

Cơ cấu cổ đông

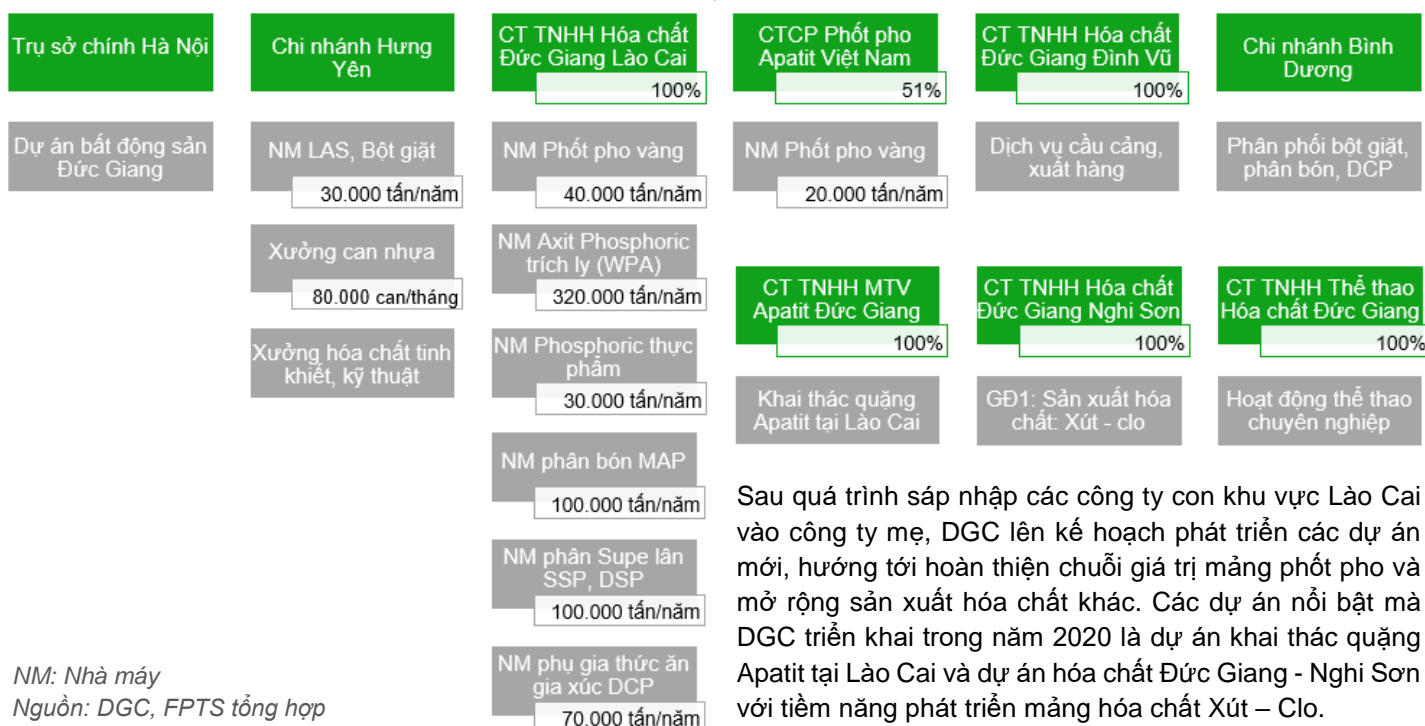


Cơ cấu cổ đông - Ngày 01/07/2020

- Chủ tịch HĐQT Đào Hữu Huyền và người có liên quan
- Tập đoàn Hóa chất Việt Nam
- Thành viên hội đồng quản trị
- Cổ đông khác

Nguồn: DGC, FPTS tổng hợp

Cơ cấu tổ chức công ty



NM: Nhà máy

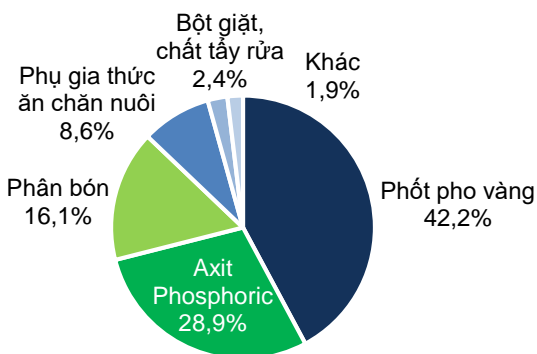
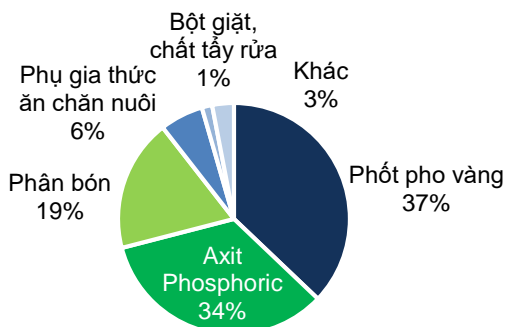
Nguồn: DGC, FPTS tổng hợp

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH
Chuỗi giá trị sản xuất hóa chất đang mở rộng và hoàn thiện


¹ LAS (Linear Alkyl Benzen Sulfonic Acid) là chất hoạt động bề mặt anion, có dạng lỏng sệt, màu vàng nhạt, dễ tan trong nước; ứng dụng trong sản xuất bột giặt, chất tẩy rửa, công nghiệp dệt nhuộm, khai khoáng, in,...

² Photpho vàng (P₄) là một dạng thù hình của nguyên tố photpho (photpho trắng). Trong sản xuất công nghiệp, photpho trắng lẫn tạp chất nên có màu vàng, thường gọi là photpho vàng; ứng dụng để sản xuất Axit Phosphoric và các loại muối phosphate,...

Nguồn: DGC, FPTS tổng hợp

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2019

Cơ cấu lợi nhuận gộp năm 2019


Nguồn: DGC, FPTS tổng hợp

► **Màng photpho và sản phẩm gốc photpho:** Chiếm 95,7% tổng doanh thu năm 2019, hiện là mảng kinh doanh chủ lực của DGC. Toàn bộ hoạt động sản xuất photpho và sản phẩm gốc photpho được tập trung tại Tổ hợp nhà máy Đức Giang - Lào Cai với các sản phẩm: Photpho vàng (60.000 tấn/năm), Axit phosphoric (H₃PO₄ 50% - 320.000 tấn/năm, H₃PO₄ 85% - 30.000 tấn/năm), phân bón (200.000 tấn/năm) và phụ gia thức ăn chăn nuôi (DCP - 70.000 tấn/năm). Các sản phẩm này được phân phối tại thị trường nội địa và xuất khẩu sang các quốc gia như Ấn Độ, Hàn Quốc, Nhật Bản, Philippin,...

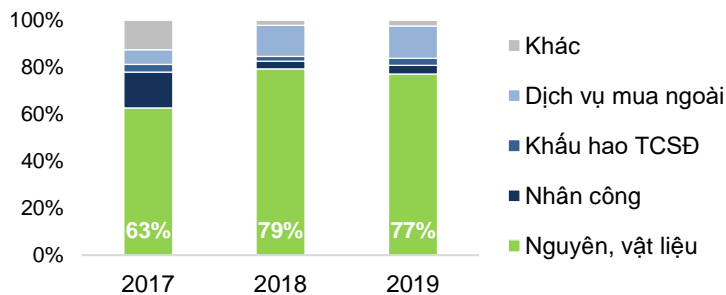
► **Màng bột giặt, chất tẩy rửa và hóa chất tinh khiết:** Chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu (chỉ 2,4% năm 2019), là mảng kinh doanh truyền thống của DGC. Năm 2019, nhà máy bột giặt, chất tẩy rửa được nâng cấp và di dời xuống chi nhánh Hưng Yên với CSTK 30.000 tấn/năm (tăng gấp 3 lần yoy). Sản phẩm bột giặt, chất tẩy rửa của DGC gắn liền với các thương hiệu: Đức Giang, Soffy, Will,... được phân phối trên toàn quốc.

► **Màng xút – Clo:** Đây là giai đoạn 1 của dự án hóa chất Đức Giang – Nghi Sơn tại Nghi Sơn, Thanh Hóa. Dự án chính thức được khởi công xây dựng vào cuối năm 2020.

I. MẢNG PHỐT PHO VÀ SẢN PHẨM GỐC PHỐT PHO – Mảng kinh doanh chủ lực với chuỗi giá trị hoàn thiện

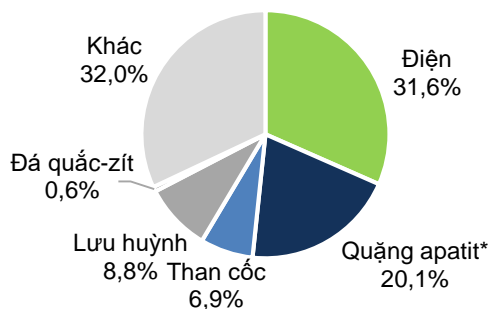
1. Yếu tố đầu vào – Hưởng lợi từ nguồn nguyên, nhiên liệu giá rẻ trong nước

Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố



Chi phí nguyên nhiên liệu chiếm ~80% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của DGC. Sau quá trình sáp nhập cụm nhà máy hóa chất Lào Cai vào công ty mẹ, tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu của DGC tăng mạnh từ 63% năm 2017 lên ~80% năm 2018 - 2019. Chi phí nhân công và khấu hao TCSĐ chiếm tỷ trọng nhỏ, từ 2 - 4% tổng chi phí sản xuất kinh doanh. Chi phí dịch vụ mua ngoài tăng tỷ trọng lên 14% tổng chi phí, bao gồm chi phí vận chuyển và các dịch vụ khác ...

Cơ cấu chi phí nguyên, nhiên liệu năm 2019



Chi phí quặng Apatit và điện năng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí nguyên, nhiên liệu. DGC chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực hóa chất gốc phốt pho nên nguyên liệu chính là quặng Apatit, (chiếm 20,1% tổng chi phí nguyên, nhiên liệu). Do đặc thù sản xuất ngành hóa chất, thường sử dụng lò điện, điện cực để tổng hợp các phản ứng hóa học nên chi phí điện năng tiêu thụ cho sản xuất khá lớn, chiếm đến 31,6% tổng chi phí nguyên, nhiên liệu của DGC. Ngoài ra, nguyên liệu khác để sản xuất hóa chất bao gồm than cốc (6,9%), lưu huỳnh (8,8%), đá quắc-zít (0,6%) và các loại hóa chất khác.

* Quặng Apatit là một nhóm các khoáng vật Phosphate bao gồm: Hidroxylapatit, Florapatit và Clorapatit với công thức hóa học chung theo dạng nhóm thành phần là: $Ca_5(PO_4)_3(OH, F, Cl)$.

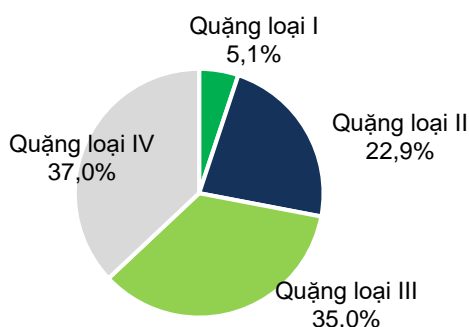
Nguồn: DGC, FPTS tổng hợp và ước tính

1.1. Quặng Apatit – Nguyên liệu đầu vào quan trọng, DGC có khả năng tự khai thác từ năm 2021

Ở Việt Nam quặng Apatit tập trung tại khu vực tỉnh Lào Cai, tạo thành bồn chứa quặng kéo dài hơn 100km, rộng 1 – 4km, dọc theo bờ phải sông Hồng. Tổng trữ lượng và tài nguyên thăm dò được lên tới hơn 2 tỷ tấn, thời gian khai thác khoảng trên 20 năm. Quặng Apatit tại Lào Cai có giá trị công nghiệp lớn, sử dụng trong sản xuất phân bón và hóa chất. Việt Nam là nước duy nhất trong khu vực Đông Nam Á có nguồn quặng Apatit trữ lượng lớn và chất lượng quặng khá cao. ([Chi tiết Phụ lục 01 – Chất lượng quặng Apatit tại Việt Nam](#))

► Quặng Apatit loại I và loại III giàu P_2O_5 đang ngày càng cạn kiệt

Tỷ trọng trữ lượng quặng Apatit đã thăm dò



Bảng 1: Đặc điểm các loại quặng Apatit tại Lào Cai

Loại quặng	Mô tả	% P_2O_5
Quặng loại I	Quặng Apatit đơn khoáng thuộc phần không phong hóa của tầng KS_5^*	30 - 40%
Quặng loại II	Quặng Apatit – dolomit thuộc phần chưa phong hóa của tầng KS_5	18 - 28%
Quặng loại III	Quặng Apatit – thạch anh thuộc phần phong hóa của tầng dưới quặng KS_4 và tầng trên quặng KS_6, KS_7	12 - 25%
Quặng loại IV	Quặng Apatit – dolomit – thạch anh thuộc phần chưa phong hóa của tầng dưới KS_4 và tầng trên KS_6, KS_7	8 - 12%

* Căn cứ vào đặc điểm thạch học, toàn bộ khu mỏ Apatit Lào Cai được chia thành 8 tầng, ký hiệu từ dưới lên trên (theo mặt cắt địa chất) là tầng cốc san (KS) KS_1, KS_2, \dots, KS_8 . Quặng Apatit nằm ở các tầng KS_4, KS_5, KS_6 và KS_7 .

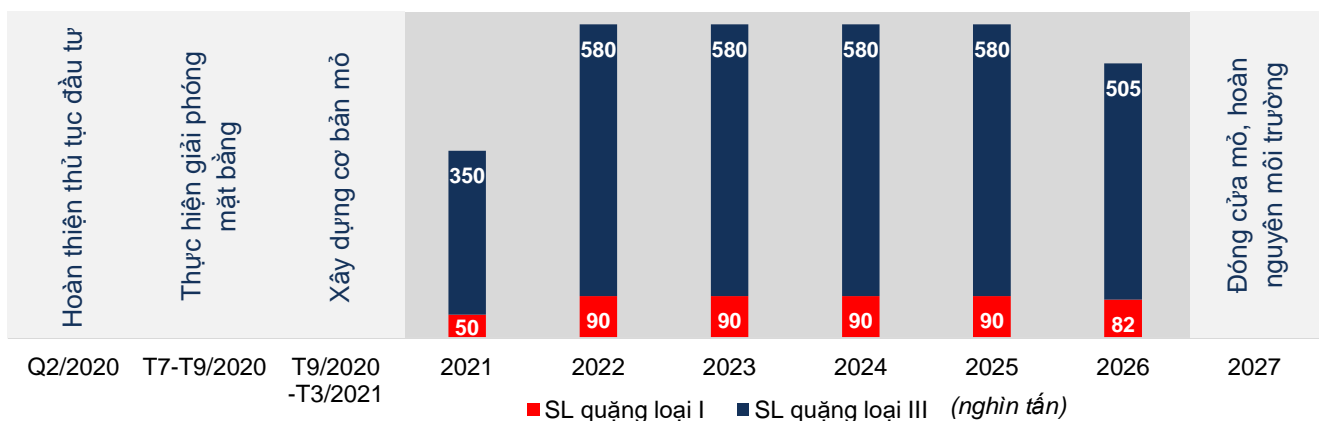
Nguồn: Vinachem, FPTS tổng hợp

Hiện tại, quặng Apatit loại I và loại III giàu P_2O_5 đang cạn kiệt dần, quặng loại II thuộc kiểu Apatit - cacbonat, trong đó khoáng Apatit, dolomit và canxit có tính chất tương tự nhau nên rất khó tuyển quặng bằng phương pháp vật lý. Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) là đơn vị quản lý và khai thác nguồn quặng Apatit Lào Cai. Công ty TNHH MTV Apatit Việt Nam (công ty con) trực tiếp khai thác và bán quặng cho các doanh nghiệp trong nước. Trước thực tế nguồn quặng như trên, các đơn vị khai thác phải nâng cấp quy trình khai thác và công nghệ tuyển quặng nghèo P_2O_5 loại III, đảm bảo sản lượng quặng đầu ra cho sản xuất trong nước. DGC là một trong những doanh nghiệp đi đầu về công nghệ tuyển quặng Apatit tại Lào Cai.

Về giá bán, Công ty TNHH Apatit Việt Nam đại diện Vinachem hiệp thương với các bên. Mặc dù giá quặng Apatit bị kiểm soát bởi Vinachem song vẫn ổn định và thấp hơn nhiều so với giá quặng nhập khẩu từ nước ngoài. Do nguồn quặng giàu đang cạn dần và vị thế độc quyền của Công ty TNHH Apatit Việt Nam, giá quặng Apatit đang có xu hướng tăng lên. Một số doanh nghiệp đã xin giấy phép khai thác quặng Apatit ở các khai trường nhỏ khu vực tỉnh Lào Cai, hướng tới tự chủ nguồn cung nguyên liệu đầu vào, giảm bớt phụ thuộc vào Vinachem.

► **Dự án khai trường 25 được chấp thuận, DGC có khả năng tự chủ quặng Apatit trong 06 năm từ 2021**

Dự kiến tiến độ dự án khai thác quặng Apatit tại khai trường 25 của DGC



Nguồn: DGC, FPTS tổng hợp

Tháng 1/2020, DGC được tỉnh Lào Cai chấp thuận đầu tư dự án khai thác quặng Apatit tại khai trường 25 (huyện Bát Xát, tỉnh Lào Cai). Dự án có tổng vốn đầu tư là 210 tỷ đồng từ nguồn vốn đầu tư phát triển. Tháng 03/2020, DGC đã thành lập Công ty TNHH MTV Apatit Đức Giang với vốn điều lệ là 100 tỷ đồng. Công ty con này sẽ tiếp nhận và vận hành dự án khai trường 25 kể từ quý 2/2020.

Dự án khai trường 25 – giai đoạn 1 có diện tích 36,5 ha với tổng trữ lượng quặng Apatit thăm dò được khoảng 3,67 triệu tấn. Thời gian thực hiện dự án là 7 năm kể từ ngày xây dựng cơ bản mỏ, trong đó: xây dựng mỏ (0,5 năm), khai thác ổn định (5,5 năm), đóng cửa mỏ và hoàn nguyên môi trường (1 năm). Đưa dự án vào khai thác, DGC có khả năng tự chủ đủ nguyên liệu sản xuất trong 06 năm từ năm 2021. Ước tính ~70% sản lượng quặng Apatit khai thác được sử dụng vào sản xuất phốt pho vàng và các sản phẩm gốc phốt pho. Sản lượng quặng còn lại được bán cho các doanh nghiệp sản xuất hóa chất trong nước. FPTS dự phóng với giá bán quặng loại III vào khoảng 760 nghìn đồng/tấn và sản lượng quặng bán ra ~250 nghìn tấn/năm, doanh thu bán quặng Apatit của DGC kỳ vọng đạt khoảng 195 tỷ đồng/năm giai đoạn 2021 - 2026.

Với diện tích được cấp phép là 92,3 ha, DGC kỳ vọng mở rộng dự án sang các giai đoạn tiếp theo sau khi tiến hành khoan thăm dò, phát hiện các mỏ quặng Apatit mới có tiềm năng khai thác, tiếp tục tự chủ nguyên liệu quặng này.

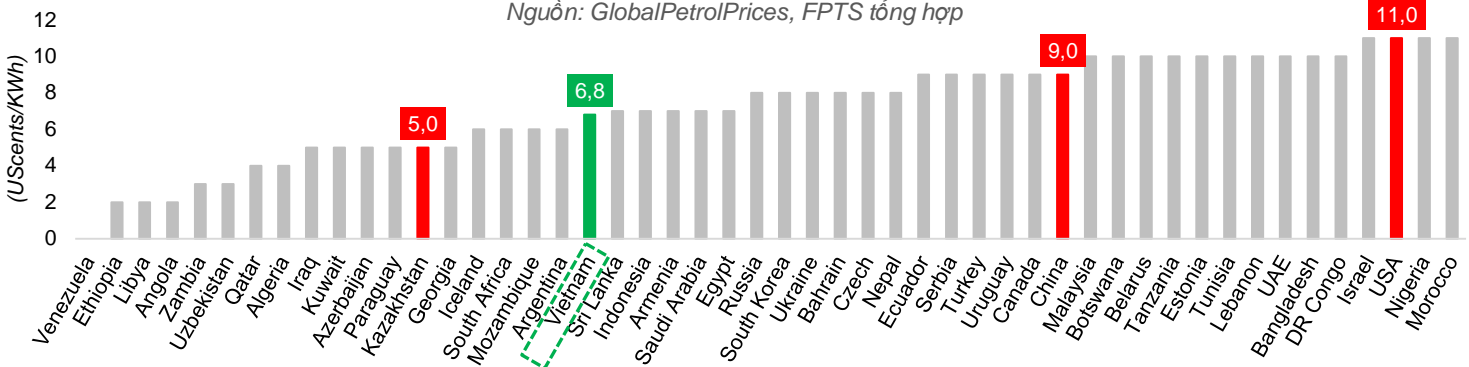
1.2. Điện – Chiếm ~30% tổng chi phí nguyên, nhiên liệu với lợi thế giá điện trong nhóm thấp nhất thế giới

Chi phí điện chiếm 30,2% tổng chi phí nguyên nhiên liệu, là chi phí lớn nhất trong giá vốn sản xuất phốt pho vàng. Phốt pho vàng (P_4) là sản phẩm đầu tiên và quan trọng nhất trong chuỗi giá trị phốt pho của DGC (chiếm 42% doanh thu năm 2019). Để sản xuất 01 tấn phốt pho vàng cần tiêu thụ lượng điện năng từ 14.000 - 18.000 KWh nên chi phí điện chiếm đến 63% tổng chi phí nguyên nhiên liệu sản xuất phốt pho vàng. ([Chi tiết Phụ lục 02 – Định mức nguyên, nhiên liệu sản xuất phốt pho vàng](#))

Hiện tại, DGC phụ thuộc hoàn toàn vào hệ thống lưới điện quốc gia của EVN. Với cấp điện áp 35kV (từ 22kV – 110kV), giá điện bán lẻ cho công nghiệp được điều chỉnh tăng từ ngày 20/03/2019 lên 1.555 đồng/KWh, tăng 7,1%, tốc độ tăng giá trung bình đạt 6,0%/năm trong giai đoạn 2009 – 2019. Việc phụ thuộc hoàn toàn vào EVN khiến DGC 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 quan trọng này. Tuy nhiên, do các yếu tố pháp lý và môi trường, dự án này đã không được phê duyệt đầu tư.

50 quốc gia có giá điện bán lẻ cho ngành công nghiệp thấp nhất thế giới năm 2019

Nguồn: GlobalPetrolPrices, FPTS tổng hợp



DGC không có lợi thế tự chủ nguồn điện năng đầu vào, nhưng có lợi thế về chi phí so với các đối thủ từ Trung Quốc và Mỹ - hai trong bốn quốc gia sản xuất Phốt pho vàng lớn nhất thế giới, còn lại là Việt Nam và Kazakhstan. Năm 2019, giá điện bán lẻ cho ngành công nghiệp của Việt Nam trung bình đạt 6,8 UScents/KWh, thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc (9,0 UScents/KWh) và Mỹ (11 UScents/KWh). Với chi phí điện năng chiếm trên 60% tổng giá thành sản xuất phốt pho vàng, DGC có lợi thế tương đối đáng kể so với các nhà sản xuất tại Trung Quốc và Mỹ.

[\(Trở lại phần Xút – Clo\)](#)

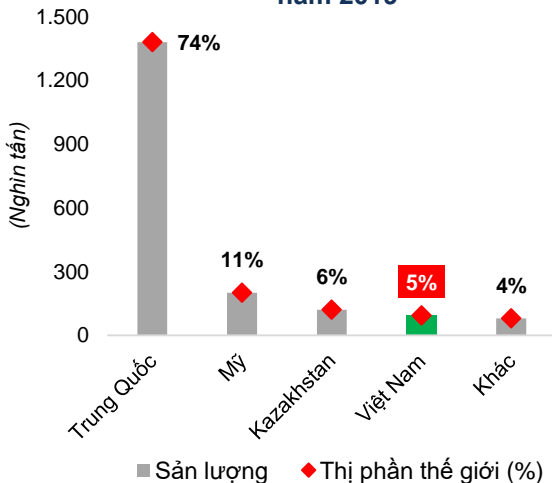
2. Sản xuất – Năng lực sản xuất lớn, có vị thế cao trong mảng phốt pho vàng tại Việt Nam

▶ Việt Nam là một trong 04 quốc gia sản xuất phốt pho vàng lớn nhất thế giới

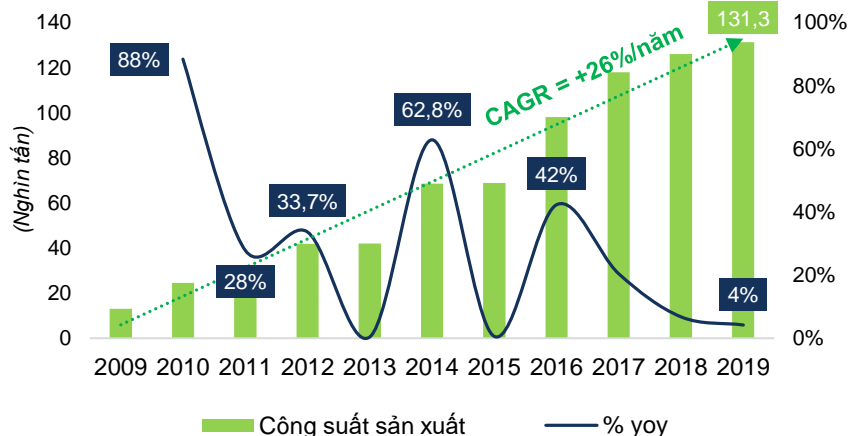
Năm 2019, công suất sản xuất phốt pho vàng toàn cầu đạt 1,87 triệu tấn. Trong đó, Trung Quốc là quốc gia đứng đầu thế giới về sản xuất phốt pho vàng với sản lượng năm 2019 đạt 1,38 triệu tấn, chiếm 74% tổng nguồn cung toàn cầu. Tiếp sau đó là Mỹ với công suất sản xuất đạt 0,2 triệu tấn (11% thị phần toàn cầu), Kazakhstan (0,12 triệu tấn ~ 6% thị phần) và Việt Nam (0,09 triệu tấn ~ 5% thị phần), còn lại các quốc gia khác sản xuất không đáng kể.

Phốt pho vàng bắt đầu được sản xuất tại Việt Nam từ năm 2004 và ngày càng được phát triển mở rộng. Sản xuất phốt pho vàng tại Việt Nam tăng trưởng nhanh trong 10 năm trở lại đây với CAGR đạt +26%/năm giai đoạn 2009 – 2019. Năm 2019, công suất phốt pho vàng Việt Nam đạt 131,3 nghìn tấn (+4,2% yoy), vươn lên trở thành quốc gia đứng thứ 04 về sản xuất phốt pho vàng trên thế giới.

Sản xuất phốt pho vàng thế giới năm 2019



Công suất sản xuất phốt pho vàng tại Việt Nam

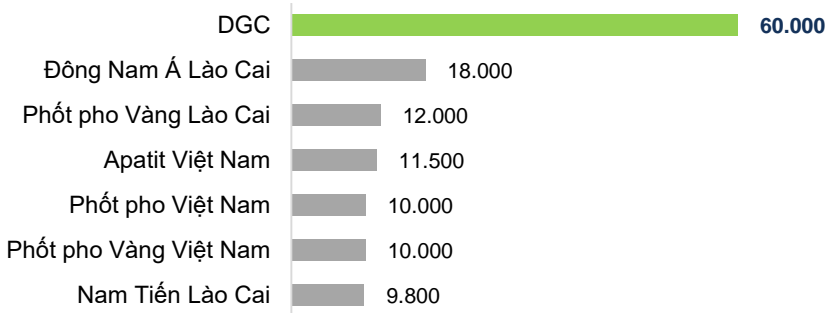


Nguồn: HDIN Research, Tổng cục thống kê, FPTS tổng hợp

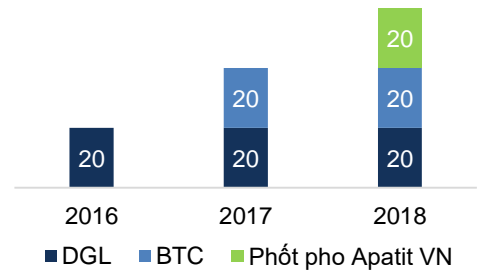
► **DGC đứng đầu về năng lực và công nghệ sản xuất phốt pho vàng tại Việt Nam**

Năm 2019, Việt Nam có 07 doanh nghiệp tham gia sản xuất và kinh doanh phốt pho vàng tập trung tại tỉnh Lào Cai. Sau giai đoạn tái cấu trúc doanh nghiệp 2017 - 2018, DGC trở thành doanh nghiệp có năng lực sản xuất phốt pho vàng lớn nhất cả nước với tổng công suất đạt 60.000 tấn (chiếm ~46% tổng công suất các nhà máy P₄ trong nước). Tháng 11/2018, hai lò phốt pho vàng của công ty con Phốt pho Apatit VN đi vào hoạt động, tăng thêm 33% công suất cho DGC lên mức 60.000 tấn/năm. Khi các nhà máy phốt pho vàng của DGC đã hoạt động tối đa công suất thì việc nâng công suất sau quá trình sáp nhập giúp DGC sản xuất đủ nguyên liệu cho các nhà máy axit, đồng thời đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu.

Công suất mảng Phốt pho vàng trong nước năm 2019
(tấn/năm)



Công suất Phốt pho vàng của DGC qua quá trình sáp nhập
(nghìn tấn/năm)

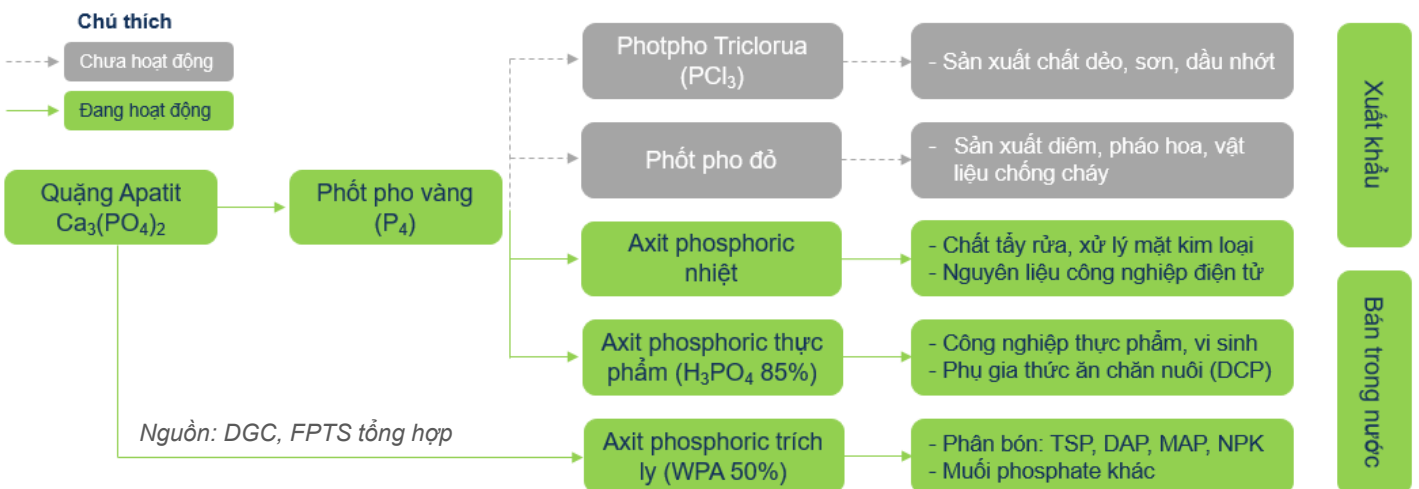


* DGL, BTC, Phốt pho Apatit VN là các công ty con sáp nhập vào DGC từ tháng 09/2018
Nguồn: Ban Quản lý Khu kinh tế tỉnh Lào Cai, DGC, FPTTS tổng hợp

Bên cạnh đó, DGC còn đi đầu trong công nghệ sản xuất phốt pho vàng từ hỗn hợp quặng Apatit loại I và loại II với tỷ trọng quặng loại II chiếm trên 50%. Quặng Apatit loại II thuộc kiểu Apatit - cacbonat, trong đó khoáng Apatit, dolomit và canxit có tính chất tương tự nhau nên rất khó tuyển quặng bằng phương pháp vật lý. Đây là công nghệ thích hợp với thực tế trữ lượng quặng loại I đang cạn kiệt dần, quặng loại II dồi dào nhưng khó tuyển nổi. Cùng với công nghệ sử dụng quặng bột làm nguyên liệu sản xuất, DGC đã tiết giảm đáng kể chi phí quặng Apatit đầu vào do quặng loại II, quặng bột có giá bán thấp hơn nhiều so với quặng Apatit loại I.

3. Đầu ra – Chuỗi giá trị phốt pho hoàn thiện, các sản phẩm gốc phốt pho đa dạng

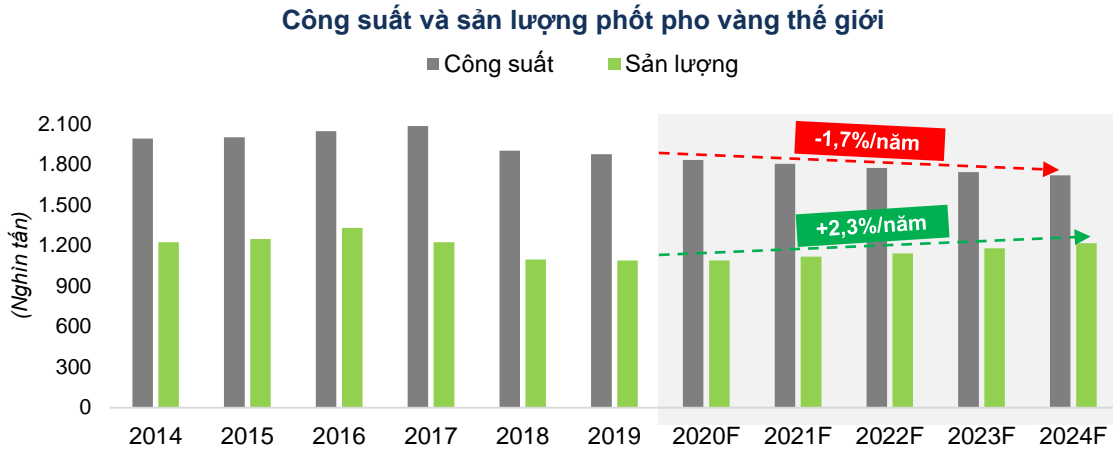
Chuỗi giá trị phốt pho của DGC và các ứng dụng trong công nghiệp



DGC đang từng bước phát triển đầy đủ các khâu trong chuỗi giá trị phốt pho bằng việc tự chủ nguồn quặng Apatit đầu vào từ cuối năm 2020. Phốt pho vàng là sản phẩm trung gian quan trọng nhất, có tính ứng dụng cao trong nhiều lĩnh vực. DGC tiếp tục nối dài chuỗi giá trị với các sản phẩm như axit Phosphoric nhiệt, thực phẩm và axit trích ly ứng dụng trong sản xuất chất tẩy rửa, chất phụ gia công nghiệp thực phẩm, thức ăn chăn nuôi hay sản xuất các loại phân bón. Hiện tại, dự án phốt pho đỏ (CSTK 5.000 tấn/năm) của DGC đang trong quá trình đầu tư xây dựng, Photpho trichlorua (PCl₃) thuộc dự án hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn được triển khai xây dựng từ cuối 2020.

3.1. Phốt pho vàng có lợi thế cạnh tranh trên thị trường thế giới, biên lợi nhuận gộp ổn định từ 15 – 18%

► Sản xuất Phốt pho vàng toàn cầu được dự báo tăng trưởng +2,3%/năm từ năm 2019 – 2024

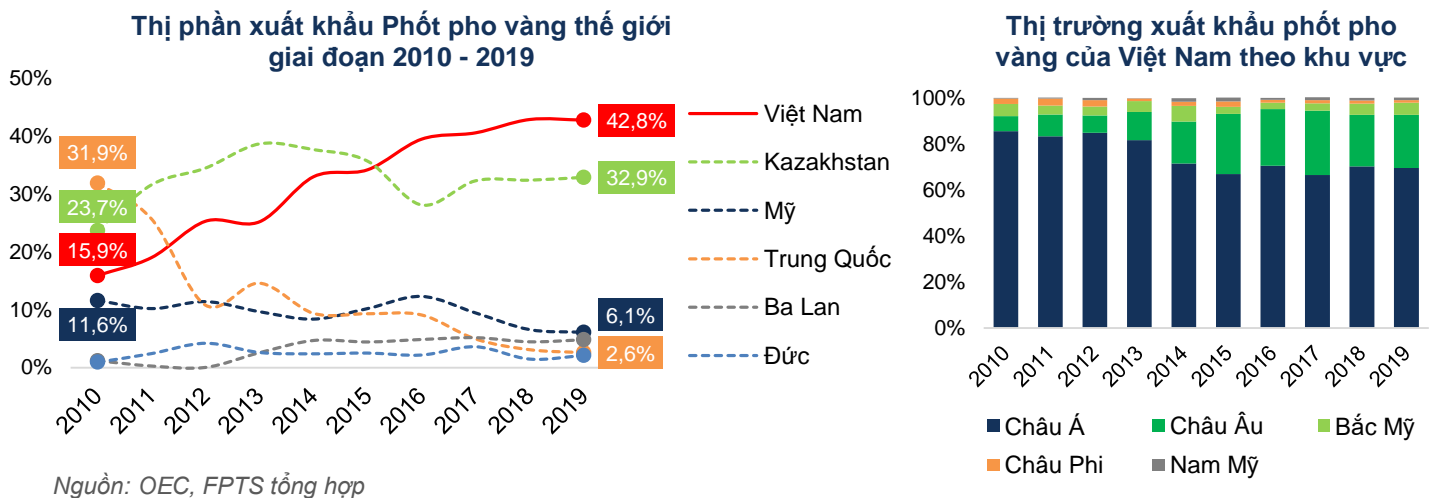


Nguồn: HDIN Research, FPTS tổng hợp

Sản lượng phốt pho vàng toàn cầu năm 2019 đạt 1,09 triệu tấn với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt -2,1% giai đoạn 2014 – 2019. Sự sụt giảm sản lượng và công suất chủ yếu đến từ Trung Quốc khi nước này đưa ra các chính sách thắt chặt sản xuất nhằm bảo vệ môi trường. Từ năm 2018, tại Trung Quốc, phốt pho vàng bị đưa vào diện cắt giảm sản xuất, đóng cửa các nhà máy cũ do: (1) mảng phốt pho vàng tại Trung Quốc hiện đang dư thừa công suất, (2) các nhà máy phốt pho vàng không đảm bảo điều kiện phát thải gây ô nhiễm môi trường, (3) trong bối cảnh Trung Quốc đang hạn chế sử dụng than, các nhà máy nhiệt điện dần bị hạn chế, sản xuất phốt pho vàng vừa sử dụng than vừa tiêu hao nhiều điện năng nên cũng bị cắt giảm sản xuất.

Theo dự báo của HDIN Research (Tổ chức phân tích và nghiên cứu thị trường tại Bắc Kinh, Trung Quốc), giai đoạn 2019 – 2024, tổng công suất phốt pho vàng toàn cầu tiếp tục giảm -1,7%/năm, đạt 1,72 triệu tấn năm 2024, chủ yếu do Trung Quốc tiếp tục cắt giảm công suất sản xuất sản phẩm này. Tuy nhiên, sản lượng phốt pho vàng kỳ vọng tăng trưởng +2,3%/năm trong giai đoạn trên, động lực tăng trưởng đến từ các quốc gia có chi phí sản xuất thấp và nguồn tài nguyên dồi dào như Việt Nam, Kazakhstan, Ba Lan,...

► Việt Nam là nhà xuất khẩu Phốt pho vàng lớn nhất thế giới với lợi thế cạnh tranh về chi phí



Thị phần xuất khẩu phốt pho vàng của Việt Nam tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2010 – 2019, tăng từ 12% lên ~43% tổng giá trị xuất khẩu toàn cầu. Từ năm 2016, Việt Nam vượt qua Trung Quốc, Kazakhstan và Mỹ trở thành quốc gia xuất khẩu phốt pho vàng lớn nhất thế giới, giá trị xuất khẩu năm 2019 cao hơn nhiều so với các nước có công suất lớn như Trung Quốc (2,6%) và Mỹ (6,1%). Do chi phí điện năng chiếm tỷ trọng lớn, nguồn tài nguyên quặng hạn chế nên lĩnh vực sản xuất phốt pho vàng trên thế giới dần chuyển dịch từ các quốc gia phát triển sang các quốc gia đang phát triển như Việt Nam và Kazakhstan.

Phần lớn sản phẩm phốt pho vàng sản xuất tại Việt Nam được xuất khẩu. Thị trường Châu Á chiếm hơn 70% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam, tập trung chủ yếu ở Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan. Tại thị trường nội địa, chỉ một vài doanh nghiệp có khả năng chế biến sâu các hóa chất gốc phốt pho mới giữ lại sử dụng nội bộ.

Do phốt pho vàng không dễ dàng vận chuyển và lưu trữ, nên dòng chảy thương mại phốt pho vàng trên thế giới chuyển dịch chủ yếu giữa các nhà sản xuất và các khu vực lân cận. Phốt pho vàng của Việt Nam và Trung Quốc chủ yếu xuất khẩu sang các nước châu Á, trong khi, Kazakhstan xuất khẩu chủ yếu sang các khu vực EU và CIS.

Bảng 2: So sánh các quốc gia xuất khẩu phốt pho vàng (P₄)

	Việt Nam	Trung Quốc	Kazakhstan	Mỹ
Giá điện công nghiệp (UScents/KWh)	6,8	9,0	5,0	11,0
Thuế xuất khẩu P ₄	5%	20%	5%	0% hoặc 176 USD/tấn*

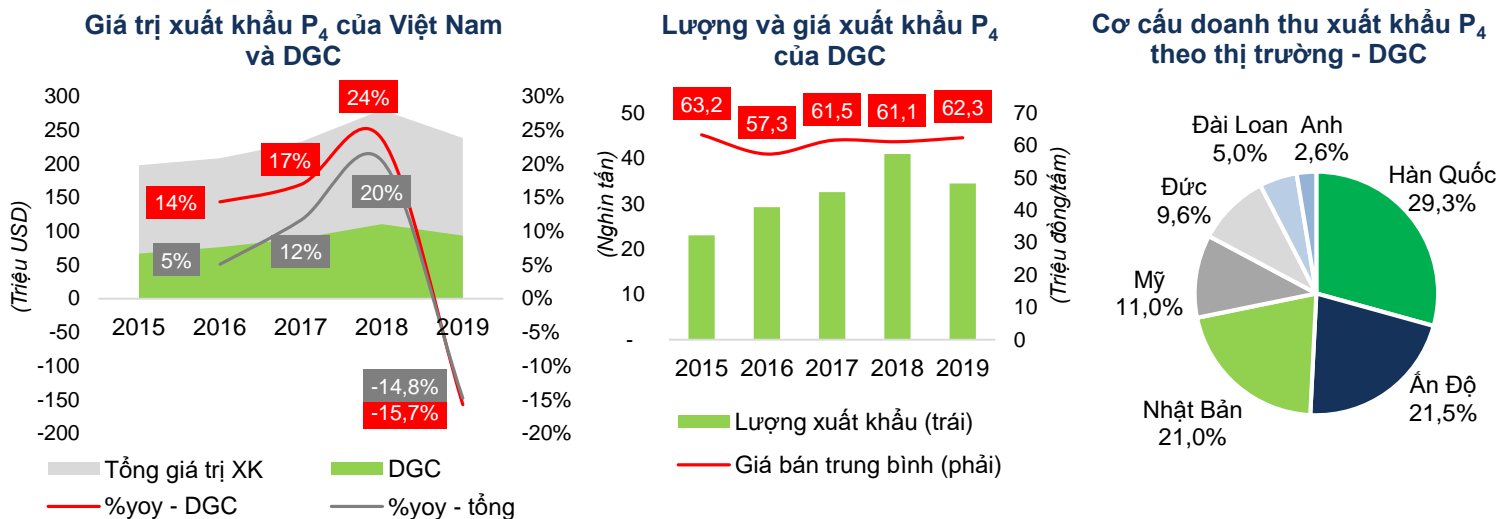
* Thuế xuất khẩu đối với các quốc gia không thuộc nhóm "Quan hệ thương mại bình thường"

Nguồn: WTO, GlobalPetrolPrices, FPTS tổng hợp

So với các đối thủ từ Trung Quốc, phốt pho vàng của Việt Nam có giá thành thấp hơn đáng kể. Như đã phân tích ở trên, chi phí điện năng cho sản xuất công nghiệp của Việt Nam vẫn ở mức thấp (6,8 UScents/KWh), thấp hơn đáng kể so với mức 9,0 UScents/KWh tại Trung Quốc. Với tỷ trọng chi phí điện năng chiếm hơn 60% tổng giá thành phốt pho, Việt Nam có lợi thế cạnh tranh lớn về chi phí so với các nhà sản xuất Trung Quốc.

Thuế xuất khẩu phốt pho vàng của Việt Nam hiện vẫn ở mức 5%. Ngày 17/03/2020, Bộ Tài Chính đã gửi văn bản thông báo về kiến nghị dự thảo tăng thuế xuất khẩu phốt pho vàng cho các doanh nghiệp liên quan ([Chi tiết văn bản](#)). Qua quá trình lấy ý kiến, Bộ Tài chính đã trình Chính phủ phương án giữ nguyên thuế xuất khẩu mặt hàng phốt pho vàng là 5%. Như vậy, các nhà sản xuất Việt Nam tiếp tục hưởng lợi thế cạnh tranh đáng kể so với các đối thủ từ Trung Quốc khi thuế xuất khẩu của nước này lên tới 20%. Tuy nhiên, trong dài hạn, DGC vẫn phải đối mặt với rủi ro tăng thuế xuất khẩu Phốt pho vàng do mặt hàng này có tỷ trọng tài nguyên lớn. ([Trở lại trang 1](#))

► Triển vọng đẩy mạnh xuất khẩu phốt pho vàng sang thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản

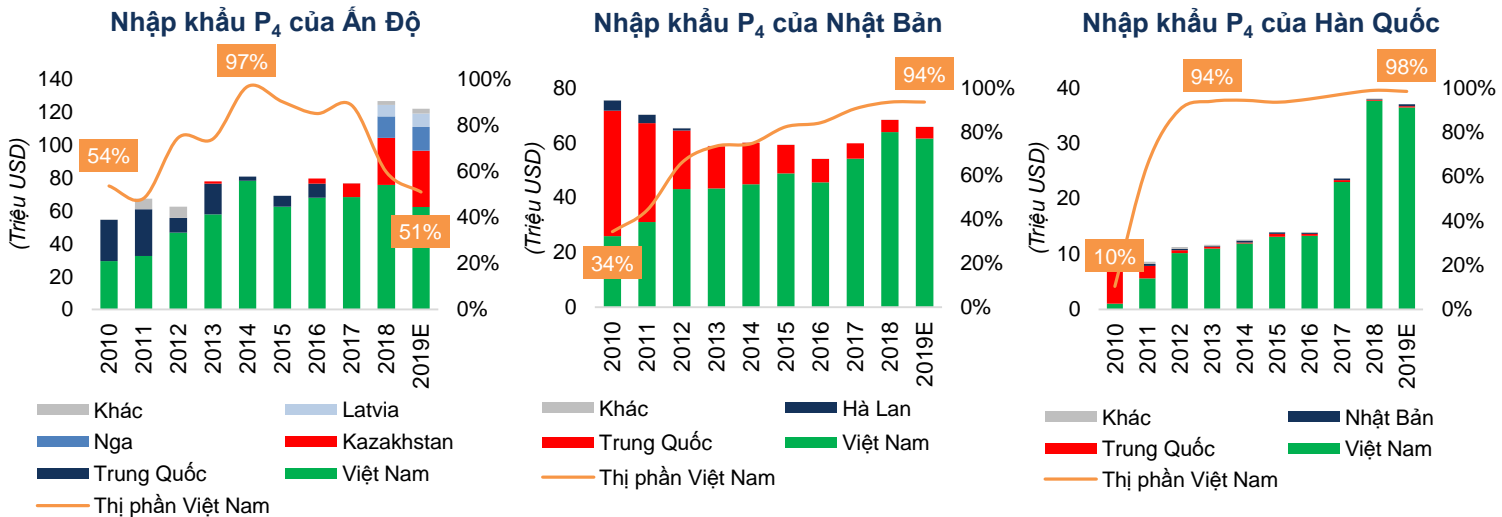


Nguồn: Tổng cục Thống kê, DGC, FPTS tổng hợp

Là doanh nghiệp có vị thế cao trong lĩnh vực phốt pho vàng của Việt Nam, DGC có tỷ trọng giá trị xuất khẩu P₄ cao nhất, chiếm ~40% tổng giá trị xuất khẩu cả nước. Từ năm 2015 – 2018, xuất khẩu phốt pho vàng của DGC tăng trưởng nhanh cả về lượng và giá trị, CAGR đạt +21,2%/năm về lượng và +19,8%/năm về doanh thu xuất khẩu. Mức tăng trưởng của DGC cao hơn đáng kể so với trung bình lĩnh vực phốt pho vàng tại Việt Nam, do DGC tích cực đầu tư nâng công suất và cải tạo các dự án lò sản xuất phốt pho vàng tại các công ty con, tận dụng lợi thế cạnh tranh để đẩy mạnh xuất khẩu.

Năm 2019, cả lượng và giá trị xuất khẩu phốt pho vàng của DGC và các doanh nghiệp cùng ngành ghi nhận mức tăng trưởng âm. Tổng giá trị xuất khẩu cả ngành giảm 14,8% yoy, tính riêng DGC giảm 15,7% về giá trị xuất khẩu so với cùng kỳ. Sự sụt giảm trên chủ yếu là do áp lực cạnh tranh gia tăng tại thị trường Ấn Độ, trong khi đó thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc, phốt pho vàng Việt Nam vẫn chiếm tỷ trọng cao trong 10 năm trở lại đây.

Tại Ấn Độ, nhập khẩu phốt pho vàng tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2018 – 2019, tổng giá trị nhập khẩu năm 2019 đạt 122 triệu USD, tăng ~60% so với năm 2017. Tuy nhiên, Việt Nam không được hưởng lợi từ sự tăng trưởng này, mà bị cạnh tranh mạnh bởi Kazakhstan và các đối thủ mới như Nga và Latvia. Kazakhstan, Nga là các quốc gia có chi phí sản xuất rẻ, có khả năng cạnh tranh với sản phẩm phốt pho vàng của Việt Nam tại thị trường Ấn Độ.



Nguồn: OEC, FPTS tổng hợp

Tại Nhật Bản, Việt Nam và Trung Quốc là hai nhà cung cấp phốt pho vàng lớn nhất cho thị trường này. Giai đoạn năm 2010 – 2019, giá trị xuất khẩu P₄ của Việt Nam sang Nhật Bản tăng trưởng mạnh với CAGR đạt hơn 10%/năm, thị phần tăng từ 34% lên 94% tổng giá trị nhập khẩu của Nhật Bản năm 2019. Trong khi đó, thị phần của Trung Quốc tại thị trường này sụt giảm mạnh từ năm 2016 do chính sách hạn chế sản xuất của nước này khiến sản phẩm phốt pho vàng có giá thành cao, kém cạnh tranh so với sản phẩm của Việt Nam.

Tại Hàn Quốc, phốt pho vàng Việt Nam sớm chiếm lĩnh được thị trường xuất khẩu tiềm năng này. Từ năm 2012, thị phần Việt Nam đã đạt trên 90% tổng giá trị nhập khẩu P₄ của Hàn Quốc, tăng mạnh trong 03 năm từ 10% năm 2010. Đến năm 2019, 98% thị phần nhập khẩu P₄ của Hàn Quốc thuộc về Việt Nam, các đối thủ như Trung Quốc, Nhật Bản hầu như không đáng kể. Với tốc độ tăng trưởng nhập khẩu +15,4%/năm của thị trường Hàn Quốc và vị thế cao của Việt Nam tại đây, chúng tôi kỳ vọng rằng xuất khẩu phốt pho vàng của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng tốt tại thị trường này.

Với công nghệ chế biến hiện đại, đi đầu trong lĩnh vực phốt pho vàng tại Việt Nam, sản phẩm của DGC có hàm lượng Asen (As) và Antimon (Sb) thấp (các tạp chất gây độc hại), đủ điều kiện đáp ứng yêu cầu của các thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản. FPTS dự phóng xuất khẩu phốt pho vàng của DGC đạt từ 45 – 50 nghìn tấn/năm trong giai đoạn 2020 - 2024, đạt công suất tối đa sau khi giữ lại sử dụng nội bộ (~10 nghìn tấn/năm).

3.2. Các sản phẩm gốc phốt pho đa dạng, có khả năng chuyển đổi sản phẩm để tối ưu thị trường đầu ra

Bên cạnh việc xuất khẩu phốt pho vàng, DGC tiếp tục chế biến sâu phốt pho vàng thành các sản phẩm gốc phốt pho như Axit Phosphoric, STPP (Sodium Tripolyphosphate), SHMP (Sodium Hexametaphosphate), phốt pho đỏ và các chế phẩm khác. [\(Chi tiết Phụ lục 03 - Cơ cấu các loại chế phẩm từ phốt pho vàng\)](#)

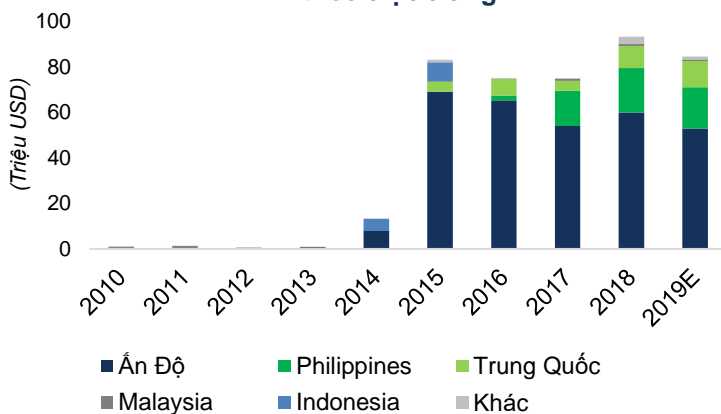
► Axit Phosphoric – chiếm 29% tổng doanh thu và có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất từ 26 – 32%

Sản phẩm Axit phosphoric của DGC gồm 02 loại: Axit Phosphoric trích ly (WPA 50%) và Axit phosphoric thực phẩm (HPO 85%), đều có công thức hóa học là H₃PO₄ nhưng có nồng độ và ứng dụng trong công nghiệp khác nhau. Axit trích ly được sản xuất trực tiếp từ quặng Apatit, còn axit thực phẩm được sản xuất từ phốt pho vàng.

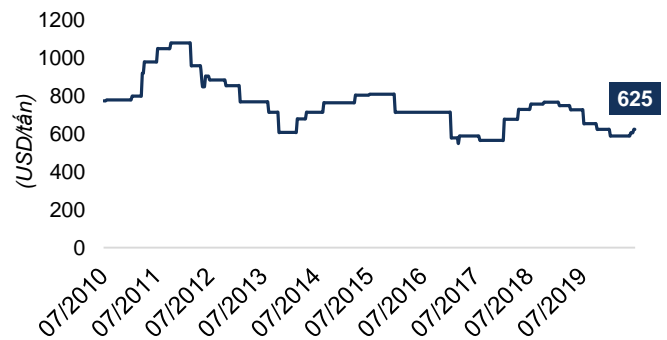
Axit Phosphoric trích ly (WPA 50%) của DGC chủ yếu được xuất khẩu sang thị trường Ấn Độ, Trung Quốc phục vụ nhu cầu sản xuất phân bón của các nước này. Tại thị trường Trung Quốc, sản xuất và tiêu thụ Axit Phosphoric đứng đầu thế giới trong nhiều thập kỷ qua. Từ năm 2016, các chính sách thắt chặt sản xuất nhằm bảo vệ môi trường của nước này đã khiến sản lượng Axit trong nước không đủ đáp ứng nhu cầu, bắt đầu phải nhập khẩu. Tuy nhiên, nhập khẩu Axit Phosphoric của Trung Quốc chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (0,89%) trong tổng giá trị thương mại Axit toàn cầu năm 2018. Với lợi thế gần các cụm công nghiệp phía nam của Trung Quốc, Việt Nam có lợi thế trong việc xuất khẩu sang thị trường này.

Bên cạnh Trung Quốc, Ấn Độ cũng là quốc gia có nhu cầu lớn đối với các hóa chất photpho, nhưng trong nước không có nguồn nguyên liệu Apatit sẵn có, nên bắt buộc phải nhập khẩu. Lượng Axit Phosphoric nhập nhậu của Ấn Độ cao nhất thế giới, chiếm 34,6% tổng giá trị nhập khẩu toàn cầu năm 2018, là thị trường xuất khẩu Axit Phosphoric lớn nhất của Việt Nam hiện nay. Vì vậy, những biến động của thị trường này ảnh hưởng lớn đến thị trường axit toàn thế giới, cũng như các doanh nghiệp xuất khẩu Axit Phosphoric Việt Nam.

Xuất khẩu Axit Phosphoric của Việt Nam theo thị trường



Giá Axit phosphoric trích ly tại Ấn Độ



Nguồn: OEC, Bloomberg, FPTs tổng hợp

Nhà máy Axit Phosphoric trích ly của DGC được vận hành ổn định vào năm 2015, là đơn vị đầu tiên sản xuất được axit trích ly đạt tiêu chuẩn xuất khẩu (MGPA) với công suất thiết kế 160.000 tấn/năm. Từ năm 2015, xuất khẩu axit trích ly của DGC chiếm ~70% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam. Tuy nhiên, giai đoạn 2017 - 2019, lượng axit xuất khẩu của DGC có xu hướng giảm mạnh (-21,6%/năm), doanh thu axit trích ly cũng sụt giảm từ 1.303 tỷ đồng (chiếm 27%) xuống còn 949 tỷ đồng (chiếm 19% tổng doanh thu) năm 2019, nguyên nhân là do:

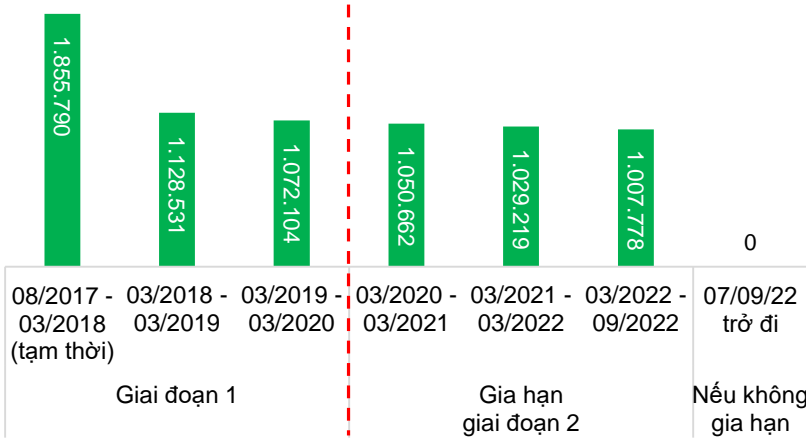
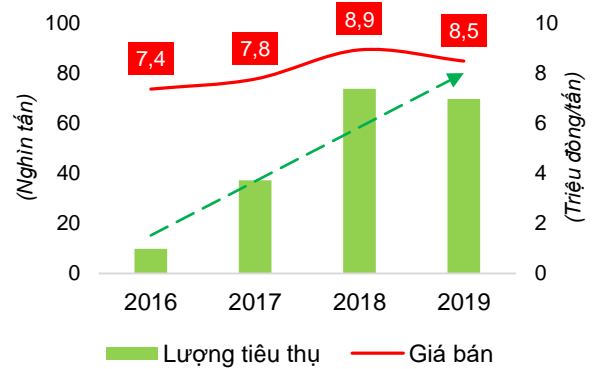
(1) Thị trường Ấn Độ bị cạnh tranh gay gắt bởi các quốc gia có quy mô sản xuất lớn như Morocco, Tunisia, Jordan. Trong khi sản xuất phân bón của Ấn Độ bị trì trệ do nhu cầu phân bón sụt giảm đáng kể trong năm 2019, khiến mức độ cạnh tranh tại thị trường này càng trở nên gay gắt hơn. Giá Axit trích ly tại Ấn Độ cũng giảm mạnh từ 768 USD/tấn đầu năm 2019 xuống còn 625 USD/tấn (-18,6%) trong T6/2020 sau khi hồi phục nhẹ từ mức thấp điểm.

(2) Từ năm 2017, DGC được hưởng lợi từ thuế tự vệ đối với mặt hàng phân bón MAP – một loại phân bón được sản xuất từ Axit Phosphoric trích ly của DGC. Trước tình hình thị trường xuất khẩu không còn thuận lợi, DGC đã cơ cấu lại danh mục sản phẩm, sử dụng axit nguyên liệu để sản xuất phân bón, tận dụng lợi thế từ thuế tự vệ.

Axit Phosphoric thực phẩm (HPO 85%), DGC bán trong nước ~40% còn lại xuất khẩu sang Hàn Quốc, Nhật Bản. Axit thực phẩm được sản xuất trực tiếp từ photpho vàng, 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. Năm 2019, doanh thu Axit Phosphoric thực phẩm đóng góp 10,3% tổng doanh thu cho DGC, đạt 522 tỷ đồng (-0,2% yoy).

► **Phân bón (16% tổng doanh thu) – phân MAP tiếp tục hưởng lợi từ thuế tự vệ, phân NPK hóa học dự kiến đưa ra thị trường từ cuối năm 2020**

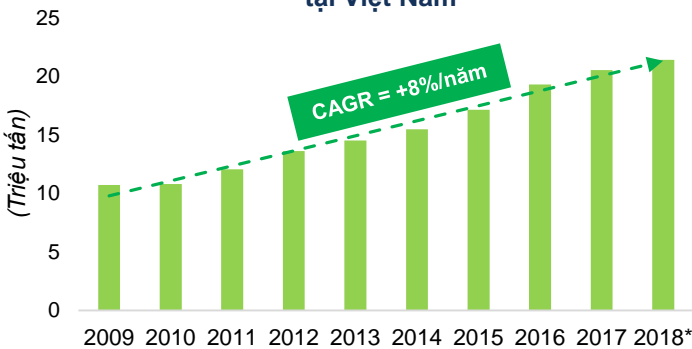
Phân MAP tiếp tục hưởng lợi từ thuế tự vệ từ năm 2020 - 2022. DGC là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sản xuất được phân phức hợp MAP (12% N, 61% P). Đây là loại phân bón chứa hàm lượng photpho cao, hàng năm phải nhập khẩu để bù đắp thiếu hụt nhu cầu trong nước. Sau khi tiến hành rà soát cuối kỳ biện pháp tự vệ đối với phân DAP và MAP nhập khẩu giai đoạn 1, ngày 03/03/2020, Bộ Công Thương ra quyết định gia hạn thuế tự vệ đối với các loại phân bón trên khi nhập khẩu vào Việt Nam ([Chi tiết văn bản](#)).

Mức thuế tự vệ đối với phân DAP, MAP nhập khẩu vào Việt Nam (VND/tấn)

Lượng tiêu thụ và giá bán phân MAP của DGC


Nguồn: Bộ Công Thương, DGC, FPTS tổng hợp

Các loại phân bón DAP, MAP chủ yếu được nhập khẩu từ Trung Quốc với giá rẻ, khiến sản phẩm trong nước có chi phí sản xuất cao bị kém cạnh tranh. Từ năm 2017, thuế tự vệ được áp dụng với các mặt hàng phân bón trên để bảo hộ ngành sản xuất trong nước. Sản lượng và tiêu thụ phân DAP, MAP trong nước tăng mạnh, lượng tiêu thụ phân MAP của DGC tăng gấp 7 lần (CAGR ~92%/năm) trong giai đoạn 2016 - 2019. Giá bán phân MAP trung bình của DGC cũng tăng đáng kể, cải thiện doanh thu mảng phân bón lên gấp 7,3 lần, đạt tỷ trọng 16% tổng doanh thu năm 2019. Khi thuế tự vệ đối với phân MAP tiếp tục được gia hạn từ tháng 03/2020 đến tháng 09/2022 với mức thuế trên 01 triệu đồng/tấn, DGC tiếp tục được hưởng lợi thế cạnh tranh so với sản phẩm MAP nhập khẩu.

Nhà máy NPK hóa học (CSTK 100.000 tấn/năm) được vận hành chạy thử từ tháng 06, kỳ vọng đưa sản phẩm ra thị trường cuối năm 2020. Nhà máy NPK hóa học của DGC được nâng cấp từ nhà máy phân lân giàu TSP tích hợp với nhà máy MAP, ống phản ứng do kỹ sư của DGC tự thiết kế nên có mức vốn đầu tư khá thấp (~100 tỷ đồng), thấp hơn nhiều so với nhà máy NPK hóa học của DPM. Với chi phí đầu tư thấp, chúng tôi ước tính thời gian hoàn vốn của dự án ~2 năm hoạt động tối đa công suất, khá ngắn so với dự án của DPM. Tuy nhiên, với áp lực cạnh tranh gay gắt trong mảng NPK, kỳ vọng nhà máy NPK của DGC vận hành ~70% công suất từ 2020 – 2024.

Tăng trưởng sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam


* Số liệu sơ bộ năm 2018

Nguồn: Tổng cục Thống kê, FPTS tổng hợp

Ngoài ra, DGC còn 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 (Dicalcium Phosphate) cho các nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi trong nước. Với tốc độ tăng trưởng trung bình lĩnh vực sản xuất thức ăn chăn nuôi đạt +8%/năm giai đoạn 2009 – 2018, các đối tác lớn như Cargill, Newhope, Con cò,... kỳ vọng ổn định đầu ra cho DGC.

Với chuỗi giá trị phốt pho hoàn thiện, các sản phẩm đa dạng cùng chính sách sản xuất linh hoạt của DGC giúp doanh nghiệp tối ưu hóa được lợi thế từ các thị trường đầu ra từ phốt pho vàng, Axit Phosphoric, phân bón, phụ gia thức ăn chăn nuôi,...

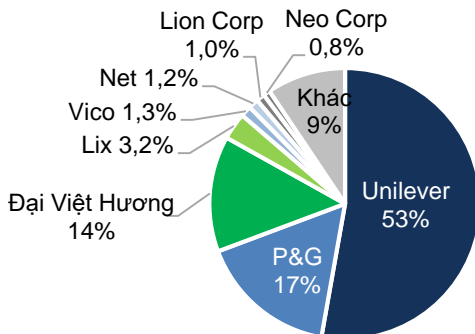
[\(Trở lại trang 1\)](#)

II. MÀNG BỘT GIẶT, CHẤT TẨY RỬA – Chuyển hướng sang sản xuất các hoạt chất đầu vào và phụ gia

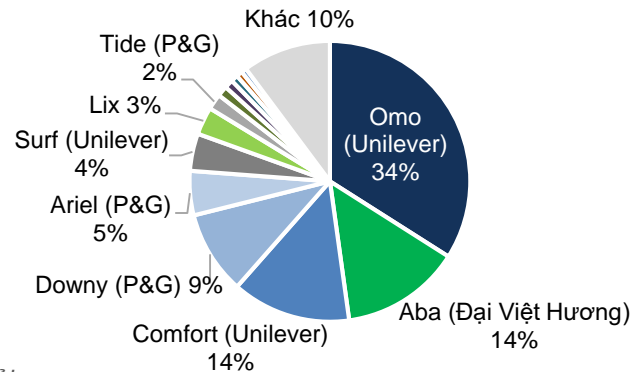
1. Thị trường bột giặt, chất tẩy rửa Việt Nam cạnh tranh gay gắt với sự hiện diện của các đối thủ ngoại

Thị trường bột giặt, chất tẩy rửa Việt Nam góp mặt đầy đủ các đối thủ lớn là các công ty đa quốc gia như: Unilever, P&G, Johnson & Johnson,... Unilever dẫn đầu về doanh số bột giặt, chất tẩy rửa tại Việt Nam, P&G giữ vị trí thứ hai trong nhiều năm trở lại đây. Thị phần còn lại bị phân mảnh bởi rất nhiều doanh nghiệp trong và ngoài nước.

Thị phần doanh nghiệp bột giặt* tại Việt Nam năm 2019



Thị phần thương hiệu bột giặt* tại Việt Nam năm 2019



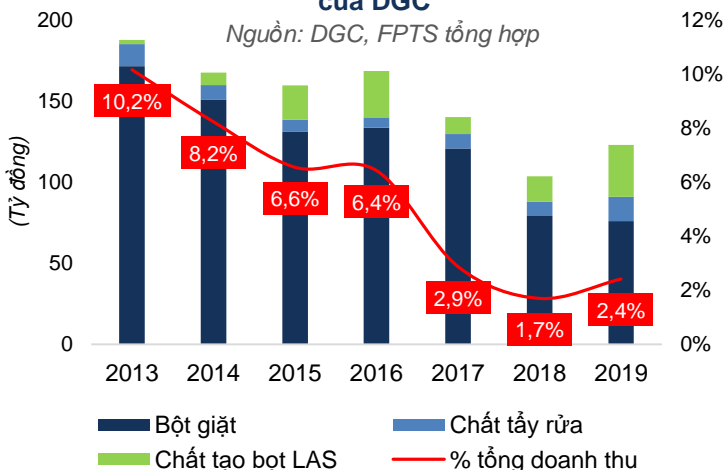
* Bột giặt bao gồm: Nước giặt, bột giặt, nước xả vải, nước tẩy trắng vải,...

Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Xét riêng thị trường bột giặt, các đối thủ ngoại với các thương hiệu nổi tiếng chiếm phần lớn thị phần bột giặt Việt Nam. Unilever đứng đầu thị phần bột giặt chiếm 53% thị phần với các thương hiệu bột giặt, nước xả vải như Omo (34%), Comfort (14%), Surf (4,3%). P&G đứng thứ hai với thị phần 17%, các sản phẩm như Downy (9,6%), Ariel (5%), Tide (2%). Các sản phẩm này tập trung vào các phân khúc khác nhau từ cao cấp đến giá rẻ. Thương hiệu Việt tham gia vào thị trường có Đại Việt Hương với sản phẩm bột giặt Aba (14%) hướng đến phân khúc giá rẻ tại các vùng nông thôn. Bột giặt Lix, Net cũng chỉ chiếm được lần lượt 3,2% và 1,2% thị phần năm 2019.

2. Không có lợi thế thương hiệu, mảng bột giặt sụt giảm đáng kể, kỳ vọng vào chất tẩy rửa và phụ gia

Doanh thu mảng bột giặt, chất tẩy rửa của DGC



Bột giặt, chất tẩy rửa là mảng kinh doanh truyền thống của DGC nhưng không có lợi thế về thương hiệu. Hơn 50 năm hình thành và phát triển, DGC được biết đến với các thương hiệu: Đức Giang, Soffy, Will ([Chi tiết Phụ lục 04 – Các sản phẩm bột giặt, chất tẩy rửa của DGC](#)).

Doanh thu mảng bột giặt, chất tẩy rửa của DGC giảm mạnh trong giai đoạn 2013 – 2018. Thị trường cạnh tranh gay gắt, các đối thủ ngoại chiếm lĩnh phần lớn thị trường trong nước. Do không có lợi thế thương hiệu, các sản phẩm bột giặt Đức Giang cũng dần mất đi thị phần tiêu thụ. Năm 2018, DGC ghi nhận doanh thu mảng này giảm thấp nhất, do việc di dời nhà máy từ Đức Giang (Hà Nội) về khu công nghiệp Phố Nối (Hưng Yên) đã làm gián đoạn sản xuất trong năm.

Cùng với việc di dời nhà máy, DGC đã đầu tư công nghệ mới và nâng cấp các dây chuyền sản xuất bột giặt, chất tẩy rửa từ 10.000 tấn lên 30.000 tấn/năm tại chi nhánh Hưng Yên. Năm 2019, mảng bột giặt vẫn gặp khó khăn (-4% yoy) do năng lực cạnh tranh chưa được cải thiện. Tuy nhiên, DGC đã đẩy mạnh 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 tăng 71% yoy, chất tạo bọt LAS tăng ~2 lần so với năm 2018. Đây kỳ vọng là dấu hiệu phục hồi và hướng đi mới cho mảng bột giặt, chất tẩy rửa của DGC. ([Trở lại trang 1](#))

III. MẢNG XÚT - CLO – Triển vọng kinh doanh khả quan, kỳ vọng mang lại hiệu quả cao trong thời gian tới

1. DGC quyết định đầu tư dự án Hóa chất Đức Giang – Nghi Sơn (GD1) với sản phẩm chính là xút - Clo

Ngày 26/05/2020, Đại hội đồng cổ đông DGC thông qua quyết định đầu tư dự án "Tổ hợp hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn" (DNS) - giai đoạn 1 với các nội dung như sau:

▪ **Vị trí dự án:** Khu công nghiệp số 15, khu kinh tế Nghi Sơn – Xã Tân Trường, huyện Tĩnh Gia, tỉnh Thanh Hóa



Nguồn: Google Map, FPTs tổng hợp

- Diện tích thuê: 800.000 m² (80 ha), dự kiến sử dụng giai đoạn 1 là 300.000 m² (30 ha);

- Thời hạn thuê: 50 năm;

- Giá thành thuê: 20.160.000 USD (~468 tỷ đồng), chi phí thuê giai đoạn 1 là 176 tỷ đồng;

- Hiện tại, DGC đã ký văn bản ghi nhớ với Tập đoàn Anh Phát tại Thanh Hóa về việc đầu tư xây dựng hạ tầng cho Khu công nghiệp hóa chất – nhựa.

Khu Công nghiệp Nghi Sơn có vị trí thuận lợi về giao thông đường bộ, đường biển, gần đường cao tốc Bắc Nam, quốc lộ 1A và các cảng biển. Đây là khu vực tập trung nhiều mỏ đá vôi chất lượng cao là nguồn cung cấp nguyên liệu cho dự án. Bên cạnh đó, khu CN Nghi Sơn còn có nhiều chính sách ưu đãi, hỗ trợ đầu tư dự án mới như ưu đãi thuế...

▪ **Các sản phẩm chính của dự án giai đoạn 1:**

Bảng 3: Danh mục sản phẩm và mức đầu tư của dự án hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn GD1

Tên sản phẩm	Ứng dụng trong công nghiệp	Công suất (tấn)	Mức đầu tư (tỷ đồng)
Xút - Natri hydroxit (NaOH 98%)	Xử lý nước, sản xuất giấy, chất tẩy rửa	50.000	862
Axit Chlohydric (HCl 35%)	Chất tẩy gỉ thép, sản xuất nhựa, hóa dầu	15.000	144
Polyaluminum Chloride (PAC 30%)	Xử lý nước thải	20.000	65
Calcium hypochlorite (Ca(ClO) ₂ 70%)	Thuốc khử trùng, chất tẩy rửa, chất chống đông	20.000	57
Javen (NaClO 30%)	Chất tẩy màu vải, giấy	10.000	7
Khí Clo lỏng (Cl ₂ 99%)	Chất khử trùng, thuốc nhuộm, sản phẩm hóa dầu, chất dẻo	2.000	6
Axit Phosphorous (H ₃ PO ₃)	Sản xuất chất dẻo, nhựa, dung môi	10.000	215
Chloramin B	Chất diệt khuẩn, khử trùng	2.000	194
Tổng			1.550
Chi phí thuê đất GD1			176
Chi phí xây dựng công trình			624
Vốn lưu động			50
Tổng cộng			2.400

Nguồn: DGC, FPTs tổng hợp

▪ Tiến độ thực hiện dự án:

- Từ tháng 04 – 09/2020: Hoàn thành thủ tục thuê đất và xin giấy phép đầu tư
- Tháng 10/2020: Bắt đầu xây dựng hệ thống hạ tầng điện, nước, đường giao thông và nhà máy
- Tháng 06/2022: Hoàn thành dự án giai đoạn 1

- **Nguồn vốn đầu tư:** Tổng vốn đầu tư giai đoạn 1 là 2.400 tỷ đồng, bao gồm cả tiền thuê đất và chi phí đầu tư hạ tầng điện, nước, đường giao thông nội bộ cho cả giai đoạn 2 và 3.

Cơ cấu nguồn vốn: vốn tự có – 1.000 tỷ đồng (khoảng 40%) và vốn vay – 1.400 tỷ đồng (khoảng 60%).

Tháng 05/2020, DGC đã thông qua quyết định thành lập công ty con - CT TNHH MTV Hóa chất Đức Giang Nghi Sơn với vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng. Công ty này sẽ trực tiếp tiếp quản dự án và vận hành mảng xút – Clo.

2. Triển vọng kinh doanh khả quan, kỳ vọng mang lại hiệu quả cao trong thời gian tới
► Phần lớn nguyên liệu đầu vào sẵn có trong nước, riêng muối ăn phải nhập khẩu theo hạn ngạch

Sản xuất xút (NaOH) bằng cách điện phân muối ăn (NaCl) nên nguyên nhiên liệu chính gồm có muối ăn và điện năng. Chi phí điện năng chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí nguyên liệu (~35%). Ngoài ra, đá vôi, Axit Phosphoric, Amoniac, nhôm hydroxit là những nguyên liệu bổ sung để sản xuất các sản phẩm gốc Clo khác.

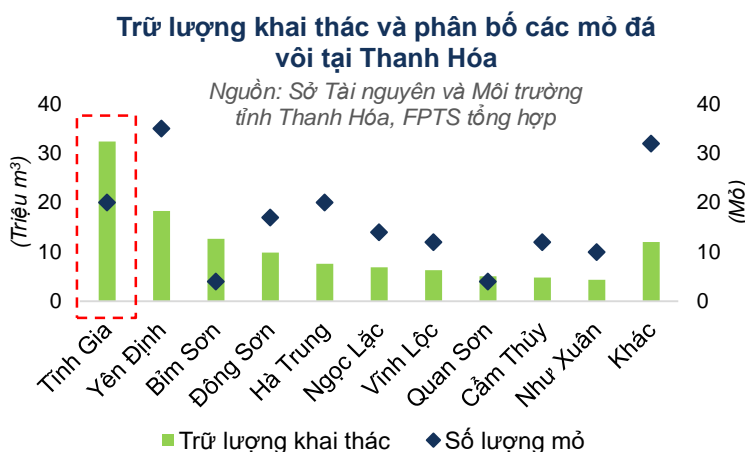
Bảng 4: Nguyên nhiên liệu và nguồn cung dự kiến của dự án hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn GĐ1

Tên nguyên liệu	Tỷ trọng ước tính	Nguồn cung dự kiến	Tình trạng
Điện năng	35%	EVN, nhà máy giấy KCN Nghi Sơn	Sẵn có
Muối ăn	28%	Nhập khẩu từ Ấn Độ, Úc	Có hạn ngạch
Đá vôi	10%	Các mỏ đá vôi tại Thanh Hóa	Sẵn có
Axit Phosphoric	8%	Đức Giang - Lào Cai	Sẵn có
Amoniac	7%	Đạm Ninh Bình	Sẵn có
Nhôm hydroxit	5%	Các nhà cung cấp trong nước	Sẵn có

Nguồn: DGC, FPTS ước tính

(1) Phần lớn nguyên liệu sản xuất đều sẵn có và gần vị trí nhà máy tại khu công nghiệp Nghi Sơn.

Khu công nghiệp Nghi Sơn (huyện Tĩnh Gia, tỉnh Thanh Hóa) không chỉ thuận lợi về giao thông đường bộ, đường biển mà còn thuận lợi khi gần các nguồn cung cấp nguyên vật liệu như đá vôi, Amoniac, nhôm hydroxit,...



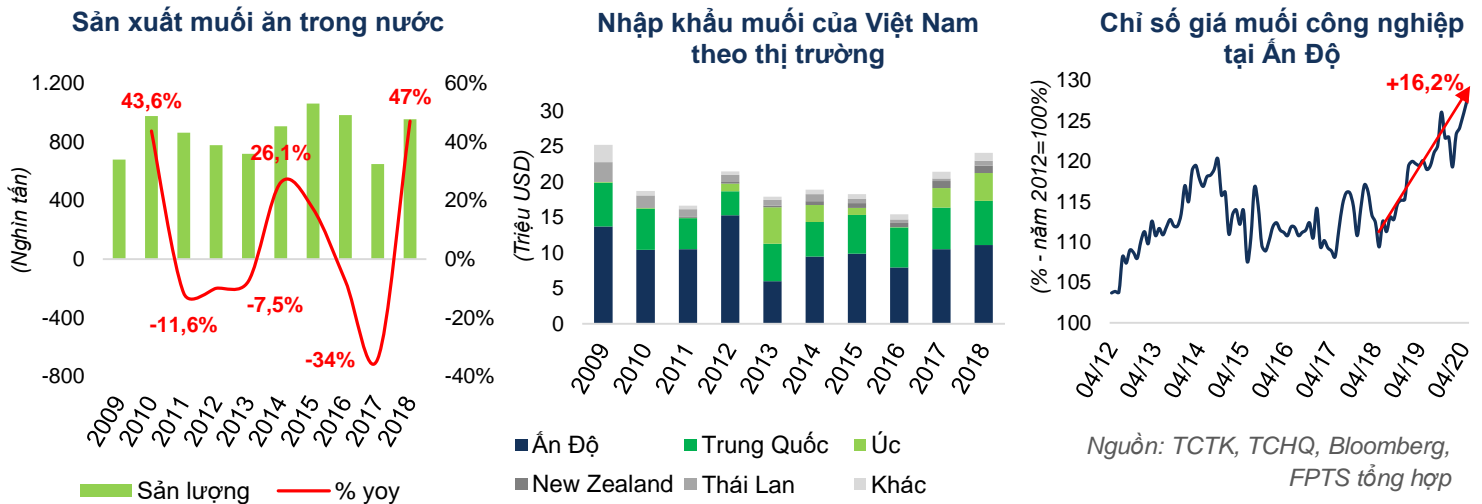
Nguồn đá vôi đầu vào sẵn có với chất lượng tốt. Tỉnh Thanh Hóa là nơi tập trung nhiều mỏ đá vôi có chất lượng cao, tổng trữ lượng khai thác đạt ~120 triệu m³. Trong đó huyện Tĩnh Gia có 20 mỏ đá vôi với trữ lượng cao nhất đạt 32,4 triệu m³ (chiếm 27% tổng trữ lượng cả tỉnh). Với vị trí nhà máy gần các mỏ đá vôi trữ lượng lớn, DGC thuận lợi trong việc nhập nguyên liệu chất lượng tốt, tiết kiệm chi phí vận chuyển.

Bên cạnh đó, các loại hóa chất đầu vào khác như Amoniac, nhôm hydroxit, DGC dự kiến nhập từ các nhà cung cấp tại Ninh Bình và khu vực miền Trung,... thuận tiện khi dự án xút - Clo giai đoạn 1 đi vào hoạt động.

Ngoài ra, DGC vẫn có lợi thế về chi phí điện so với các đối thủ từ Trung Quốc. Như phân tích ở mảng photpho, DGC cũng như hầu hết doanh nghiệp hóa chất trong nước không tự chủ được nguồn điện đầu vào nhưng giá điện sử dụng cho công nghiệp của Việt Nam thấp hơn nhiều so với Trung Quốc. Với tỷ trọng chi phí điện chiếm từ 35 – 40% chi phí nguyên nhiên liệu sản xuất, DGC được hưởng lợi đáng kể so với các đối thủ từ Trung Quốc. [\(Chi tiết\)](#)

(2) Muối công nghiệp phải nhập khẩu theo hạn ngạch do chính sách bảo hộ ngành muối trong nước

Thực trạng ngành muối Việt Nam: thừa muối ăn nhưng muối công nghiệp lại thiếu nghiêm trọng. Muối công nghiệp được tinh chế từ muối thô, phải đáp ứng được các chỉ số như hàm lượng Natri clorua (NaCl) $\geq 98\%$, hàm lượng ion Canxi, Magie thấp và đạt được độ khô cần thiết. Muối công nghiệp được sử dụng làm nguyên liệu chính sản xuất hóa chất cơ bản như xút - Clo, Soda, công nghiệp giấy, xử lý nước, y tế,... Tuy nhiên, do thời tiết khí hậu thất thường, ngành muối trong nước chủ yếu sản xuất thủ công nên sản lượng không ổn định, hạt muối lẫn nhiều tạp chất, không đạt độ khô cần thiết nên không đáp ứng được nhu cầu muối công nghiệp cho sản xuất hóa chất.



Lượng muối ăn dư thừa trong nước không đủ tiêu chuẩn để sản xuất hóa chất, y tế, nên phải phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu. Hầu hết các doanh nghiệp hóa chất đều phải nhập khẩu muối công nghiệp từ Ấn Độ, Trung Quốc và Úc, với hạn ngạch ~110.000 tấn mỗi năm, được phân bổ cho các đơn vị có giấy phép nhập khẩu. Ước tính lượng tiêu thụ muối công nghiệp của 03 nhà sản xuất hóa chất lớn trong nước là 170.000 tấn/năm, đã vượt quá mức hạn ngạch trên. Mỗi năm, Việt Nam nhập khẩu từ 500 – 580 nghìn tấn muối cả trong và ngoài hạn ngạch với thuế suất thuế nhập khẩu luôn ở mức cao.

Bảng 5: Biểu thuế nhập khẩu muối vào Việt Nam cập nhật tháng 07/2020

Hàng hóa (Mã HS)	Thuế thông thường		Thuế ưu đãi		Các hiệp định thương mại					
	THN*	NHN*	THN	NHN	ASEAN - Trung Quốc	Việt Nam - Hàn Quốc	Việt Nam - Chi Lê	Việt Nam - Nhật Bản	ASEAN	ASEAN - Úc - New Zealand
Muối thực phẩm (2501.0010)	45%	90%	30%	60%	50%	30%	15%	9%	0%	0%
Muối công nghiệp (2501.0092)	22,5%	75%	15%	50%	50%	10%	8%	0%	0%	0%

* THN: Trong hạn ngạch, NHN: Ngoài hạn ngạch; Nguồn: Tổng cục Hải Quan, FPTSI tổng hợp

Hiện tại, muối công nghiệp nhập khẩu vào Việt Nam chịu mức thuế thông thường là 22,5% trong hạn ngạch và 75% với lượng nhập khẩu ngoài hạn ngạch, tương ứng với thuế ưu đãi là 15% và 50%. Trong các hiệp định thương mại, chỉ có khu vực ASEAN, Nhật Bản, Úc, New Zealand được hưởng mức thuế suất 0%, tuy nhiên lượng xuất khẩu của các quốc gia này ở mức thấp, nên chủ yếu muối nhập khẩu vẫn phụ thuộc vào thị trường Ấn Độ và Trung Quốc - hai quốc gia xuất khẩu muối lớn nhất Châu Á.

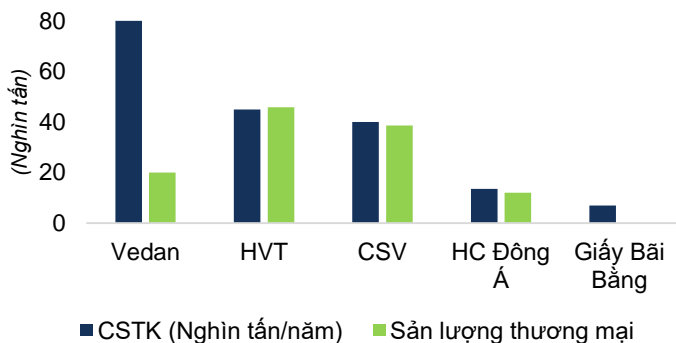
Giá muối công nghiệp tại Ấn Độ tăng mạnh trong giai đoạn 2018 – 2020 (+16,2%/năm) do ảnh hưởng của thời tiết, bão lũ thất thường tác động trực tiếp đến nguồn cung muối của nước này. Cùng với đó, rào cản nhập khẩu thông qua hạn ngạch và thuế suất cao có thể gây khó khăn cho DGC trong việc thu mua muối nguyên liệu khi dự án đi vào hoạt động. DGC cũng dự tính phương án đầu tư nâng cấp cánh đồng muối Hậu Lộc (tỉnh Thanh Hóa) để sản xuất muối công nghiệp chất lượng cao, hướng tới chủ động nguyên vật liệu khi giai đoạn 1 hoạt động ổn định. Tuy nhiên, trong trung hạn, DGC vẫn phải đối mặt với những khó khăn trong việc nhập khẩu muối và sự biến động của giá muối thị trường thế giới.

► **Thị trường xút (NaOH) tiềm năng tăng trưởng tốt, triển vọng thay thế hàng nhập khẩu**

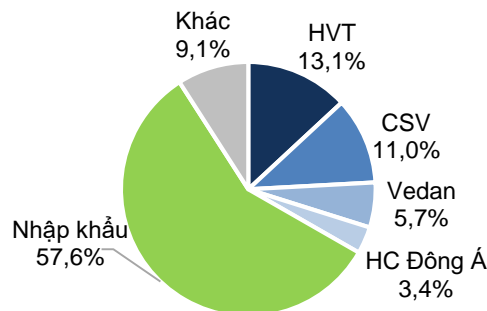
(1) Nguồn cung xút trong nước mới chỉ đáp ứng hơn 40% nhu cầu tiêu thụ

Sản xuất xút trong nước năm 2019

(Đơn vị khối lượng quy về 100% NaOH)



Cơ cấu nguồn cung xút nội địa năm 2019



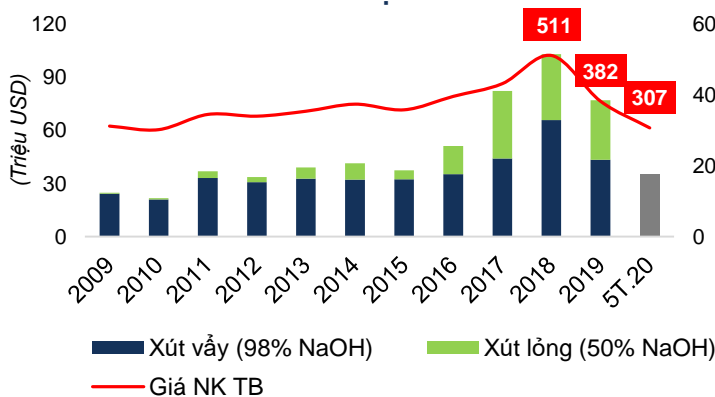
Nguồn: HVT, CSV, HC Đông Á, FPT S tổng hợp

Nhu cầu tiêu thụ xút tại Việt Nam khá lớn với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt từ 10 - 12%/năm giai đoạn 2009 – 2019. Xút hay Sodium Hydroxide (NaOH) là một trong những loại hóa chất cơ bản quan trọng, có tính ứng dụng cao. Năm 2019, Việt Nam tiêu thụ khoảng 350.000 tấn xút, sử dụng làm nguyên liệu đầu vào cho các ngành sản xuất công nghiệp thiết yếu như chất tẩy rửa, sản xuất hàng tiêu dùng, hóa dầu, sản xuất nhựa PVC, dệt nhuộm,...

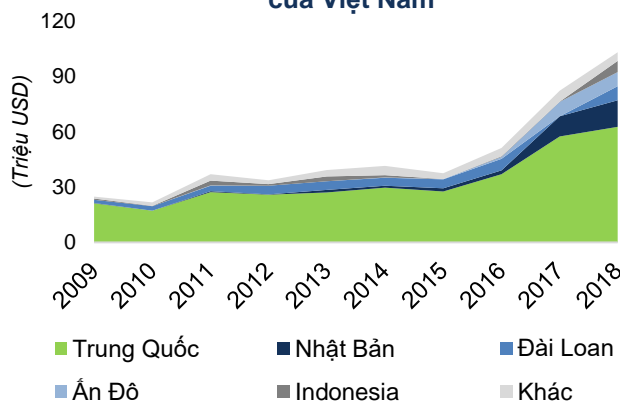
Nhu cầu tiêu thụ lớn nhưng nguồn cung xút trong nước mới chỉ đáp ứng được hơn 40%. Hiện tại, cả nước có 05 nhà sản xuất xút lớn là Vedan Việt Nam, Hóa chất Việt Trì (HVT), Hóa chất cơ bản Miền Nam (CSV), Hóa chất Đông Á và NM Giấy Bãi Bằng với tổng công suất đạt 185.000 tấn/năm. Trong đó, Vedan Việt Nam và NM Giấy Bãi Bằng sản xuất xút chủ yếu phục vụ nhu cầu tiêu dùng nội bộ, sản lượng tiêu thụ thương mại nhỏ. HVT, CSV và HC Đông Á là 03 nhà sản xuất xút thương mại lớn với tổng công suất ~100.000 tấn/năm, nhưng hầu hết đã hoạt động tới đa công suất.

(2) Xút nhập khẩu chủ yếu là xút vẩy, phụ thuộc phần lớn vào thị trường Trung Quốc, Nhật Bản

Giá trị nhập khẩu và giá xút nhập khẩu TB của Việt Nam



Giá trị nhập khẩu xút theo thị trường của Việt Nam



Nguồn: OEC, TCHQ, FPT S tổng hợp

Năm 2019, Việt Nam nhập khẩu 201,7 nghìn tấn xút các loại, tăng 5,2% về lượng nhưng giảm 21,4% về giá trị nhập khẩu so với năm 2018 do giá xút nhập khẩu giảm mạnh (-25,3% yoy). Xu hướng này tiếp tục kéo dài trong 5T.2020 khi giá xút nhập khẩu giảm còn 307 USD/tấn (-26,1% yoy), trong khi đó lượng nhập khẩu tăng 39,3% so với cùng kỳ năm 2019. Có thể thấy, sản phẩm xút nhập khẩu đang đẩy mạnh vào thị trường Việt Nam bằng cách giảm giá bán, gia tăng áp lực cạnh tranh với các doanh nghiệp sản xuất nội địa.

Do sản phẩm xút vẩy (98% NaOH) có thể dễ dàng vận chuyển và hòa tan thành dung dịch xút lỏng nên xút vẩy được nhập khẩu nhiều hơn, chủ yếu từ Trung Quốc - nhà cung cấp xút lớn nhất của Việt Nam. Với đặc thù ngành công nghiệp xút - Clo tại Trung Quốc, xút và Clo được sản xuất theo tỷ lệ 1,1:1, trong khi Clo được sử dụng nhiều trong sản xuất nhựa, hóa dầu thì lượng xút dư có thể xuất khẩu sang các nước khác, trong đó có Việt Nam.

Với định hướng sản xuất xút vẩy (98% NaOH), DGC hướng tới cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm xút vẩy nhập khẩu từ Trung Quốc. Dự án DNS giai đoạn 1 đi vào hoạt động, DGC trở thành nhà sản xuất xút vẩy lớn nhất tại Việt Nam (CSTK 50.000 tấn/năm). Với lợi thế về giá điện rẻ, vị trí nhà máy thuận lợi cho vận chuyển hàng hóa cũng như nhập khẩu nguyên liệu muối đầu vào, kỳ vọng DGC có lợi thế cạnh tranh cao tại thị trường trong nước, thay thế sản phẩm xút vẩy nhập khẩu từ Trung Quốc. Cùng với đó, sản phẩm xút trong nước vẫn đang được bảo hộ với việc đánh thuế nhập khẩu từ 5 - 20%, giúp DGC củng cố lợi thế cạnh tranh của mình.

Bảng 6: Biểu thuế nhập khẩu xút (NaOH) vào Việt Nam cập nhật tháng 07/2020

Hàng hóa (Mã HS)	Thuế thông thường	Thuế ưu đãi	Các hiệp định thương mại							
			Việt Nam - Hàn Quốc	ASEAN - Hồng Kông	ASEAN - Trung Quốc	Việt Nam - Chi Lê	Việt Nam - EAEU	Việt Nam - Nhật Bản	ASEAN	ASEAN - Úc - New Zealand
Xút vẩy (2815.1100)	7,5%	5%	10%	5%	5%	4%	0%	0%	0%	0%
Xút lỏng (2815.1200)	30%	20%	20%	20%	5%	7%	9,1%	6%	0%	0%

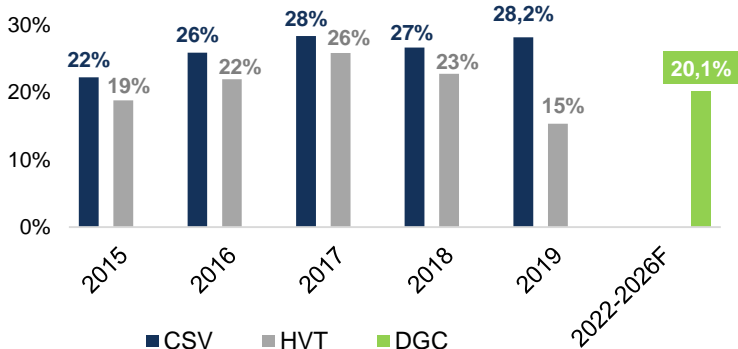
Nguồn: Tổng cục Hải Quan, FPTS tổng hợp

► **Tình trạng mất cân bằng sản phẩm xút – Clo là vấn đề chung của các doanh nghiệp lĩnh vực này**

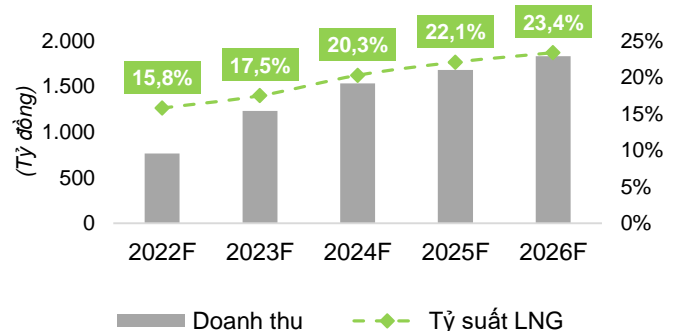
Việc không tiêu thụ hết các sản phẩm Clo đồng hành trong quá trình sản xuất xút, dẫn đến tình trạng mất cân bằng sản phẩm xút - Clo. Các sản phẩm gốc Clo như Clo lỏng, Axit Clohydric (HCl) là sản phẩm đồng hành trong quá trình sản xuất xút. Trung bình cứ sản xuất 1 tấn xút sẽ thu được 0,9 tấn Clo lỏng hoặc 3 tấn Axit Clohydric (HCl) quy đổi ([Chi tiết Phụ lục 05 – Quy trình sản xuất Xút – Clo](#)). Việt Nam có nhu cầu khá lớn với sản phẩm xút (NaOH) trong khi nhu cầu Clo và các chế phẩm từ Clo còn hạn chế. Lượng Clo sinh ra trong quá trình sản xuất xút chưa thể tiêu thụ hết do ngành công nghiệp hóa dầu Việt Nam chưa phát triển, ảnh hưởng tới việc nâng công suất xút của các nhà máy nội địa. Đồng thời, do sản phẩm gốc Clo khó lưu trữ nên các nhà sản xuất trong nước phải giảm giá bán để tiêu thụ hết các sản phẩm đồng hành này, khiến áp lực cạnh tranh trở nên rất gay gắt.

Khi tham gia vào thị trường xút – Clo, DGC cũng phải đối mặt với vấn đề mất cân bằng sản phẩm. Với lợi thế vị trí nhà máy đặt tại khu CN Nghi Sơn, là nơi tập trung các nhà máy sản xuất giấy, công nghiệp luyện kim và hóa dầu, kỳ vọng DGC nhanh chóng chiếm lĩnh được thị phần tiêu thụ sản phẩm gốc Clo tại đây. Trong dài hạn, để giải quyết triệt để vấn đề mất cân bằng xút – Clo, DGC đã lên kế hoạch phát triển dự án Hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn giai đoạn 2 và 3 với chuỗi sản phẩm như đất đèn (CaC₂), VCM (C₂H₃Cl), từ đó trùng hợp nhựa PVC (C₂H₃Cl)_n. Đây là những sản phẩm tiêu thụ lượng lớn Clo, giúp cân bằng cơ cấu sản phẩm xút – Clo trong dài hạn.

Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp xút - Clo nội địa



Doanh thu và tỷ suất sinh lời kỳ vọng mảng xút - Clo của DGC

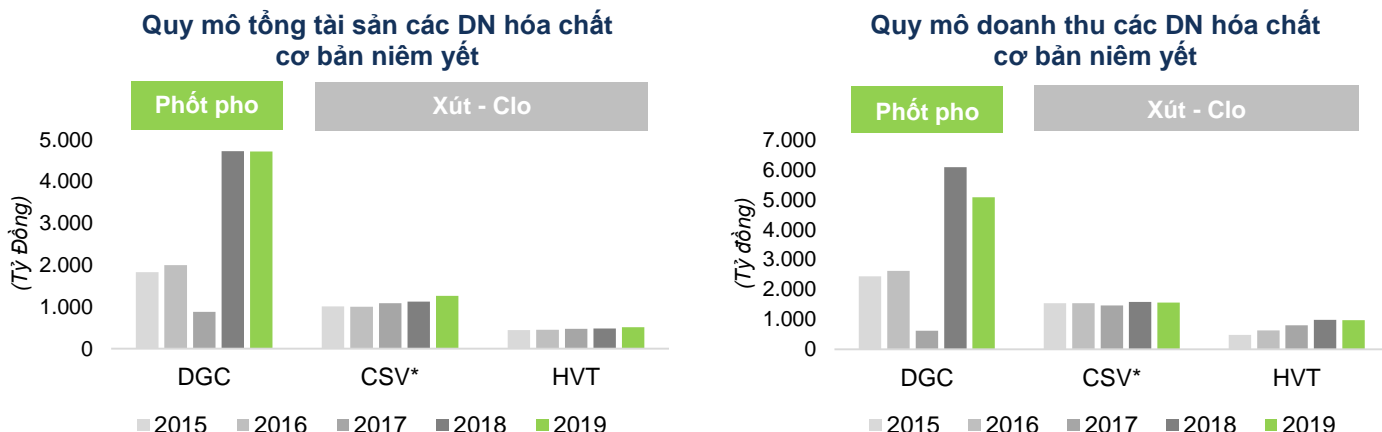


Nguồn: DGC, CSV, HVT, FPTS dự phóng

So với hai doanh nghiệp sản xuất xút - Clo lớn là CSV và HVT, dự án hóa chất của DGC có công suất cao hơn (50.000 tấn/năm) so với 40.000 tấn/năm của CSV và 45.000 tấn/năm của HVT (sản lượng quy về 100% NaOH). Với những phân tích về lợi thế cạnh tranh, triển vọng và thách thức như trên, FPTS dự phóng mảng Xút – Clo của DGC sẽ đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ năm 2022 với tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình đạt 20,1% giai đoạn 2022 – 2026. Đây kỳ vọng là động lực tăng trưởng mới cho DGC trong giai đoạn tới. ([Trở lại trang 1](#))

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Quy mô doanh thu, tổng tài sản tăng mạnh sau quá trình tái cấu trúc

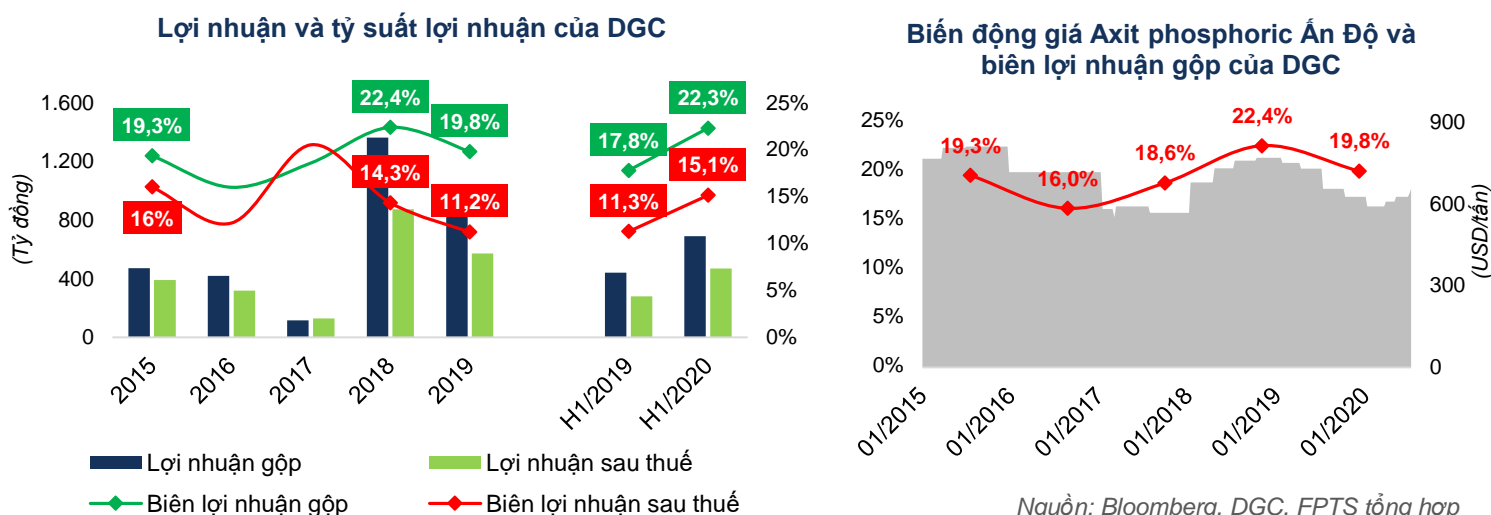


* CSV có tham gia vào lĩnh vực hóa chất phốt pho nhưng chiếm tỷ trọng nhỏ;
 Nguồn: DGC, CSV, HVT, FPTST tổng hợp

Giai đoạn 2017 - 2018, DGC thực hiện tái cấu trúc doanh nghiệp trên cơ sở sáp nhập các công ty con và công ty liên kết lĩnh vực hóa chất cơ bản. Sau quá trình tái cấu trúc, tổng tài sản của DGC tăng gấp ~2,6 lần và tổng doanh thu tăng gấp đôi từ năm 2015 – 2019. DGC chính thức trở thành doanh nghiệp hóa chất cơ bản, hoạt động trong lĩnh vực phốt pho.

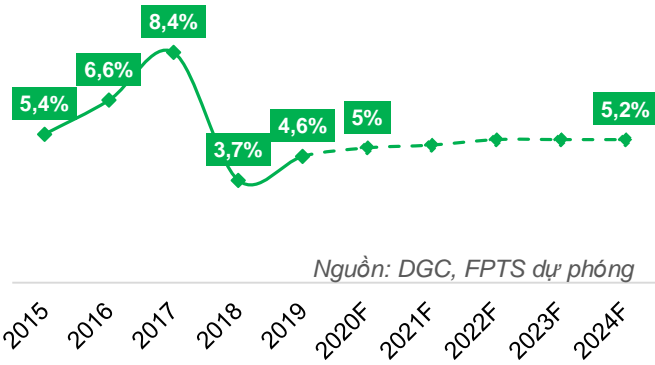
So với các doanh nghiệp hóa chất cơ bản niêm yết khác, DGC có quy mô doanh thu và tổng tài sản lớn nhất và có sự chênh lệch rõ rệt với hai doanh nghiệp còn lại. CSV, HVT hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực hóa chất xút – Clo với vốn đầu tư nhà máy thấp, nhà máy gần như đã hết khấu hao. Trong khi DGC bắt đầu hoạt động trong lĩnh vực phốt pho từ năm 2014 với các sản phẩm gốc phốt pho đa dạng và chuỗi giá trị hoàn thiện. Quy mô doanh thu và tổng tài sản của DGC kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng khi DGC đầu tư vào lĩnh vực Xút – Clo trong giai đoạn tới.

2. Giá Axit Phosphoric tác động đến biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận sau thuế cao do hưởng ưu đãi thuế

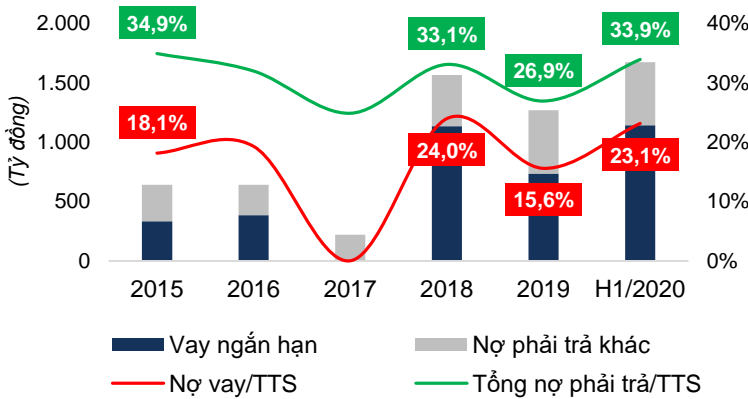
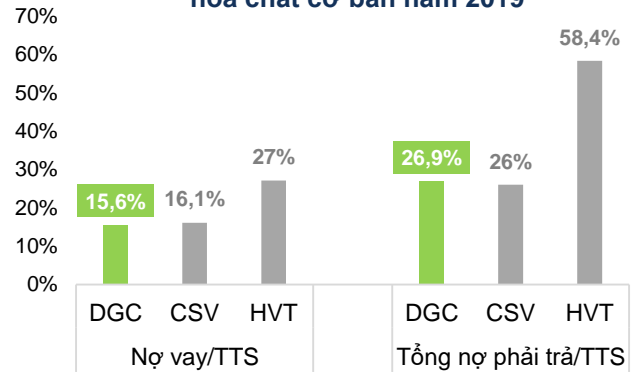


Nguồn: Bloomberg, DGC, FPTST tổng hợp

Tỷ suất lợi nhuận gộp của DGC biến động tương quan với giá Axit Phosphoric thị trường Ấn Độ. Axit Phosphoric là sản phẩm mang lại tỷ suất lợi nhuận cao nhất cho DGC, đóng góp 36% tổng lợi nhuận gộp năm 2019. Ấn Độ là quốc gia nhập khẩu Axit Phosphoric lớn nhất thế giới, chủ yếu sử dụng để sản xuất phân bón. Năm 2019, nhu cầu phân bón thế giới sụt giảm mạnh do hiện tượng El Nino ảnh hưởng xấu đến canh tác nông nghiệp, giá loại nguyên liệu này cũng giảm đáng kể. Biên lợi nhuận gộp của DGC giảm từ 22,4% năm 2018 xuống còn 19,8% năm 2019. H1.2020 ghi nhận dấu hiệu phục hồi của ngành nông nghiệp thế giới, giá Axit Phosphoric tăng lên đáng kể, giúp cải thiện biên lợi nhuận của DGC lên mức 22,3%.

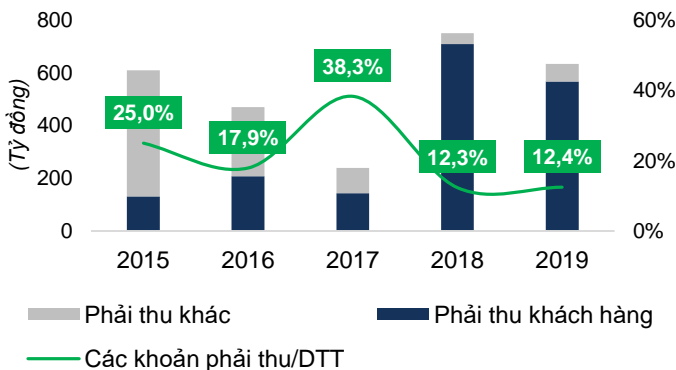
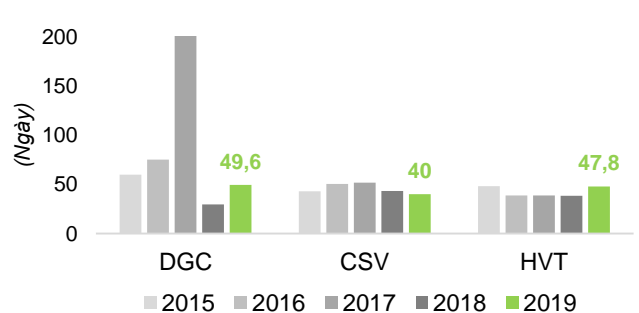
Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp trung bình của DGC qua các năm


Năm 2014 - 2015, DGC đầu tư dự án hóa chất Đức Giang – Lào Cai tại huyện Tầng Loỏng, tỉnh Lào Cai, khu vực được hưởng chính sách ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp. Dự án mới xây dựng tại đây được miễn thuế trong 04 năm kể từ khi có thu nhập và giảm 50% số thuế phải nộp trong 09 năm tiếp theo. Hầu hết các nhà máy hóa chất phốt pho của DGC đều được xây dựng trong giai đoạn 2014 – 2015, nên thuế suất thuế TNDN trung bình hiện tại ở mức thấp, chỉ 3,7% năm 2018 và tăng lên 4,6% năm 2019, góp phần gia tăng đáng kể lợi nhuận sau thuế của DGC. Chúng tôi kỳ vọng việc miễn, giảm thuế TNDN sẽ giúp DGC tích lũy được năng lực tài chính cho hoạt động sản xuất kinh doanh đến năm 2027 – 2028.

3. Đòn bẩy tài chính ở mức thấp, rủi ro bị chiếm dụng vốn đang giảm dần
Cơ cấu nợ vay và tỷ trọng nợ/tổng tài sản của DGC

Tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản các DN hóa chất cơ bản năm 2019


Nguồn: DGC, CSV, HVT, FPTS tổng hợp

DGC sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp so với các doanh nghiệp hóa chất cơ bản niêm yết khác. Tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản thấp nhất, ~15,6% năm 2019, giảm đáng kể từ mức 24% năm 2018. Toàn bộ nợ vay của DGC là vay ngắn hạn, chủ yếu phục vụ nhu cầu vốn lưu động trong năm. Khả năng chiếm dụng vốn duy trì ổn định khi tỷ trọng nợ phải trả/tổng tài sản trong 6 tháng đầu năm 2020 ở mức ~34%.

Các khoản phải thu và tỷ trọng phải thu/doanh thu thuần của DGC

Số ngày phải thu của các DN hóa chất cơ bản qua các năm


Nguồn: DGC, CSV, HVT, FPTS tổng hợp

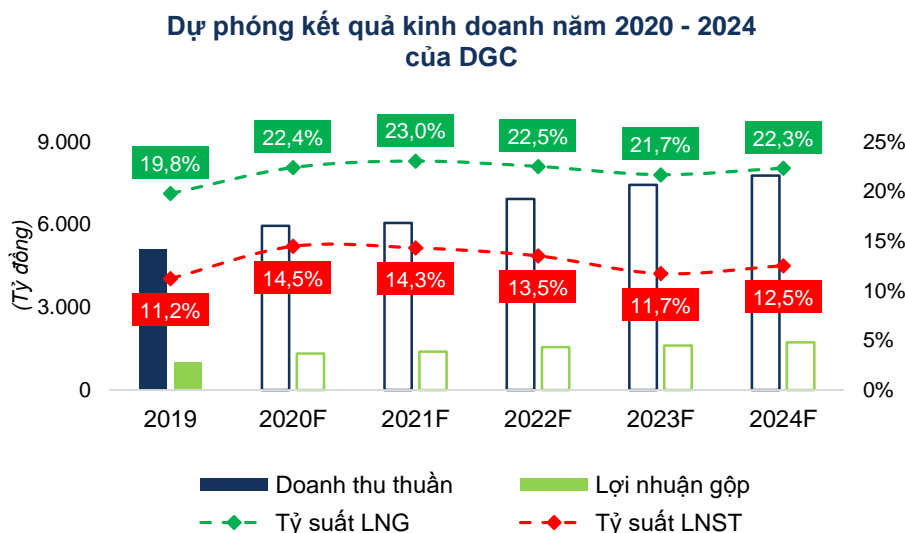
Rủi ro bị chiếm dụng vốn của DGC đang giảm dần, tương đương các doanh nghiệp hóa chất cơ bản niêm yết khác. Tỷ lệ các khoản phải thu/doanh thu thuần của DGC đang giảm dần, từ mức 25% năm 2015 xuống còn 12,4% năm 2019. Tỷ trọng khoản phải thu khách hàng tăng mạnh trong cơ cấu khoản phải thu do trước quá trình sáp nhập, các khoản phải thu khác chủ yếu là phải thu từ công ty con và công ty liên kết. Số ngày phải thu của DGC không chênh lệch quá lớn với các doanh nghiệp hóa chất cơ bản khác, đạt 49,6 ngày, tương đương mức 47,8 ngày của HVT và 40 ngày của CSV.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng của ngành và doanh nghiệp, chúng tôi đưa ra dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DGC giai đoạn 2020 – 2024 như sau:

Chỉ tiêu	Dự phóng 2020 – 2024	Diễn giải
Màng Phốt pho và hóa chất gốc phốt pho		
<i>Tăng trưởng doanh thu:</i>		
Phốt pho vàng (P ₄)	+6,3%/năm	Tiềm năng đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc và vị thế của DGC trong ngành kỳ vọng giúp gia tăng sản lượng xuất khẩu. FPTS dự phóng sản lượng xuất khẩu của DGC đạt từ 45 – 50 nghìn tấn giai đoạn 2020 - 2024 (công suất tối đa sau khi giữ lại để chế biến sâu ~10.000 tấn/năm).
Axit phosphoric (H ₃ PO ₄)	+1,6%/năm	Quý 1/2020, tình hình xuất khẩu Axit phosphoric của DGC cải thiện đáng kể do các tín hiệu tích cực từ thị trường Ấn Độ. FPTS dự phóng doanh thu sản phẩm Axit phosphoric trích ly tăng trưởng +1,2%/năm, và Axit phosphoric thực phẩm tăng trưởng 2,4%/năm giai đoạn 2020 – 2024.
Phân bón (MAP, TSP, NPK)	+3,0%/năm	Năm 2020, nhu cầu phân bón được dự báo cải thiện do nhu cầu dự trữ lương thực (sản phẩm nông nghiệp) của các quốc gia trên thế giới gia tăng. Cùng với đó, thuế tự vệ đối với phân MAP nhập khẩu vào Việt Nam được gia hạn đến năm 2022 kỳ vọng giúp DGC gia tăng lợi thế cạnh tranh so với sản phẩm nhập khẩu.
Màng bột giặt, chất tẩy rửa		
Lượng tiêu thụ	+2,0%/năm	Động lực tăng trưởng chính cho màng bột giặt, chất tẩy rửa đến từ hóa chất LAS và chất phụ gia. Do không có lợi thế về thương hiệu, nên sản phẩm bột giặt, chất tẩy rửa của DGC rất khó chiếm lĩnh được thị trường, tăng trưởng kỳ vọng đến từ sản xuất các hóa chất phụ gia và gia công cho các thương hiệu bột giặt lớn.
Giá bán trung bình	+1,8%/năm	
Màng Xút - Clo		
Tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2022 - 2026	+18,6%/năm	Chúng tôi kỳ vọng dự án xút – Clo của DGC sẽ đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ năm 2022, theo đó công suất thực tế sẽ đạt 50% năm 2022 và chạy tối đa công suất vào năm 2024.

Từ những giả định và dự phóng các mảng sản phẩm như trên, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của DGC giai đoạn 2020 – 2024 như sau:



TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ
[\(Trở lại Trang 1\)](#)

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DGC bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Với kỳ vọng mảng phốt pho vàng duy trì ổn định và động lực tăng trưởng tích cực từ mảng xút - Clo, giá mục tiêu được xác định là **45.600 VND/cp**, cao hơn 12,9% so với giá đóng cửa ngày 17/07/2020. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DGC ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào cổ phiếu DGC tại mức giá 38.000 VND/cp, thấp hơn 5,9% so với giá thị trường ngày 17/07/2020.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	45.044	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	46.175	50%
Bình quân giá các phương pháp (VND/cp)		45.600	

CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2020	11,5%	Phần bù rủi ro	8,3%
Chi phí sử dụng nợ	4,0%	Hệ số Beta	0,98
Chi phí sử dụng VCSH	13,9%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,3%	Thời gian dự phóng	7 năm

CẬP NHẬT KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	11,5%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1,0%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VND)	7.259.016
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu VND)	2.214
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VND)	1.287.928
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VND)	5.973.302
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	129,4
Giá mục tiêu (VND/cp)	46.175
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VND)	5.826.995
Giá mục tiêu (VND/cp)	45.044

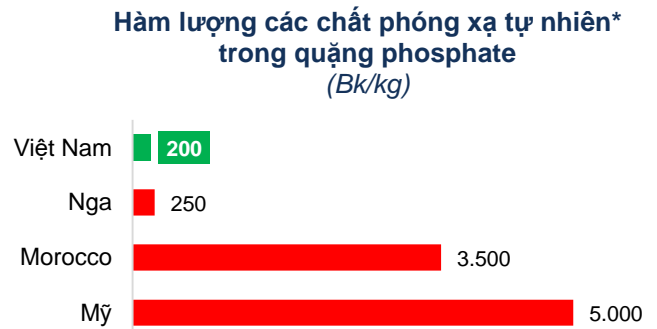
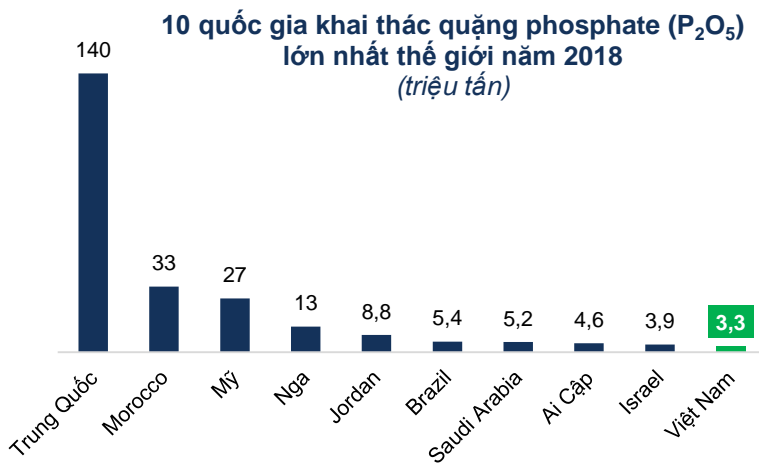
TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

HĐKD (đvt: triệu đồng)	2019	2020F	2021F	2022F	GDKT (đvt: triệu đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	5.090.618	5.952.316	6.060.565	6.930.736	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	4.084.186	4.597.045	4.664.362	5.368.958	+ Tiền, tương đương tiền	127.680	670.052	86.740	717.723
Lợi nhuận gộp	1.006.432	1.355.271	1.396.202	1.561.778	+ Đầu tư TC ngắn hạn	642.746	642.746	642.746	642.746
- Chi phí bán hàng	313.808	312.599	345.163	386.565	+ Các khoản phải thu	633.777	957.514	1.013.793	1.201.075
- Chi phí quản lí DN	100.738	105.732	116.609	134.224	+ Hàng tồn kho	808.254	938.301	977.599	1.154.694
Lợi nhuận thuần HĐKD	591.886	936.940	934.430	1.040.989	+ Ts ngắn hạn khác	50.521	58.059	59.006	66.618
- (Lỗ)/lãi HĐTC	4.186	(3.301)	(14.436)	(43.148)	Tổng tài sản ngắn hạn	2.262.978	3.266.673	2.779.885	3.782.855
- Lợi nhuận khác	2.998	(1.815)	(6.615)	(7.564)	+ Nguyên giá TS CĐHH	3.458.405	3.505.329	3.547.704	4.217.304
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	599.070	931.824	913.379	990.277	+ Khấu hao lũy kế	(1.265.288)	(1.529.262)	(1.797.492)	(2.124.540)
- Chi phí lãi vay	28.260	40.462	51.517	76.326	+ GT còn lại TS CĐHH	2.193.117	1.976.067	1.750.211	2.092.764
Lợi nhuận trước thuế	599.070	931.824	913.379	990.277	+ Đầu tư tài chính DH	-	-	-	-
- Thuế TNDN	27.512	46.591	45.669	51.494	+ Tài sản dài hạn khác	98.835	96.152	96.152	96.152
LNST	571.558	885.233	867.710	938.783	+ Xây dựng cơ bản DD	52.072	396.368	1.693.193	1.693.193
Lợi ích cổ đông thiểu số	9.992	7.555	7.406	8.013	Tổng tài sản dài hạn	2.458.878	2.636.133	3.701.793	4.039.037
LNST của cổ đông CT Mẹ	566.680	877.677	860.304	930.770	Tổng tài sản	4.721.857	5.902.806	6.481.678	7.821.892
EPS (đ)	4.008	6.522	6.243	6.796	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Chỉ số khả năng sinh lời	2019	2020F	2021F	2022F	+ Phải trả người bán	130.370	152.438	138.606	139.518
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19,8%	22,8%	23,0%	22,5%	+ Vay và nợ ngắn hạn	735.171	1.287.929	848.152	980.085
Tỷ suất LNST	11,2%	14,9%	14,3%	7,2%	+ Quỹ khen thưởng	93.877	127.877	180.538	232.156
ROE DuPont	17,1%	23,2%	19,5%	18,6%	Nợ ngắn hạn	1.270.197	1.793.960	1.380.935	1.570.610
ROA DuPont	12,0%	16,5%	13,9%	13,0%	+ Vay và nợ dài hạn	-	-	400.000	920.000
Tỷ suất EBIT/doanh thu	11,8%	15,7%	15,1%	14,3%	Nợ dài hạn	100	100	400.100	920.100
LNST/LNTT	94,6%	94,2%	94,2%	94,0%	Tổng nợ	1.270.297	1.794.060	1.781.035	2.490.710
LNTT/EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	+ Vốn điều lệ	1.293.636	1.487.682	1.710.834	1.967.459
Vòng quay tổng tài sản	107,7%	112,0%	97,9%	96,9%	+ LN chưa phân phối	835.698	1.234.128	1.506.944	1.786.075
Đòn bẩy tài chính	142,8%	140,5%	140,6%	142,6%	Vốn chủ sở hữu	3.324.010	3.973.641	4.558.132	5.180.659
					Lợi ích cổ đông thiểu số	127.550	135.105	142.511	150.524
					Tổng cộng nguồn vốn	4.721.857	5.902.806	6.481.678	7.821.892
Chỉ số hiệu quả vận hành	2019	2020F	2021F	2022F	Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	45,7	47,50	49,50	51,50	Tiền đầu năm	274.287	127.680	670.052	86.740
Số ngày tồn kho	71,7	74,50	76,50	78,50	Lợi nhuận sau thuế	599.070	877.677	860.304	930.770
Số ngày phải trả	9,3	9,35	8,35	7,35	+ Khấu hao	257.603	269.283	273.540	332.356
Thời gian luân chuyển tiền	108,1	112,65	117,65	122,65	+ Điều chỉnh	(72.350)	2.700	6.459	400
COGS / Hàng tồn kho	5,1	4,90	4,77	4,65	+ Thay đổi vốn lưu động	62.459	(516.779)	(121.486)	(358.253)
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2019	2020F	2021F	2022F	Tiền từ hoạt động KD	846.782	632.881	1.018.817	905.274
CS thanh toán hiện hành	1,78	1,82	2,01	2,41	+ Thanh lý TSCĐ	-	-	-	-
CS thanh toán nhanh	1,15	1,30	1,31	1,67	+ Chi mua sắm TSCĐ	(110.575)	(449.220)	(1.339.200)	(669.600)
CS thanh toán tiền mặt	0,61	0,73	0,53	0,87	Tiền từ hđ đầu tư	(478.409)	(449.220)	(1.339.200)	(669.600)
Nợ / Tài sản	0,16	0,22	0,19	0,24	+ Cổ tức đã trả	(161.612)	(194.045)	(223.152)	(256.625)
Nợ / Vốn CSH	0,22	0,32	0,27	0,37	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	552.758	(439.776)	131.933
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,22	0,32	0,19	0,19	+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	400.000	520.000
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,09	0,18	Tiền từ hoạt động TC	(514.977)	358.712	(262.929)	395.308
Khả năng TT lãi vay	21,20	23,03	17,73	12,97	Tổng lưu chuyển tiền tệ	(146.604)	542.373	(583.312)	630.982
					Tiền cuối năm	127.680	670.052	86.740	717.723

PHỤ LỤC

Phụ lục 01 – Việt Nam là một trong số ít quốc gia có nguồn quặng Apatit chất lượng cao [\(Trở lại mục chính\)](#)

Việt Nam hiện tại mới chỉ phát hiện 03 kiểu thành hệ quặng Photphorit: (1) Thành hệ Apatit – dolomit, (2) Thành hệ Photphorit trầm đọng Kasto, (3) Thành hệ Photphorit Guano đảo thấp. Tuy nhiên chỉ có thành hệ Apatit – dolomit tại Lào Cai có giá trị công nghiệp, có triển vọng ứng dụng trong sản xuất phân bón và hóa chất. Trên thế giới, quặng Apatit chỉ tập trung ở một số quốc gia như Trung Quốc, Morocco, Mỹ, Nga, Jordan,... Trong đó, Việt Nam là nước duy nhất trong khu vực Đông Nam Á có nguồn quặng Apatit trữ lượng lớn với chất lượng quặng khá cao. Hàm lượng các chất phóng xạ tự nhiên và đất hiếm thấp hơn nhiều so với quặng khai thác tại các quốc gia như Mỹ, Morocco, Nga.



* Các chất phóng xạ tự nhiên như: Uranium, đất hiếm và Vanadi, có hàm lượng được đo lường theo đơn vị Bk/kg.
 Nguồn: Cục khảo sát Địa chất Hoa Kỳ, FPTS tổng hợp

Phụ lục 02 – Định mức nguyên, nhiên liệu sản xuất photpho vàng (P₄) [\(Trở lại mục chính\)](#)

Sản xuất photpho vàng công nghiệp thông qua quá trình nung chảy quặng Apatit cùng than cốc và đá quắc-zít trong lò điện ở nhiệt độ 1.500°C (hiệu suất phản ứng 91%) theo phản ứng hóa học như sau:



Để sản xuất 01 tấn photpho vàng, lượng điện năng cần tiêu thụ từ 14.000 – 18.000 KWh. Theo ước tính của chúng tôi, định mức tiêu thụ nguyên, nhiên liệu và cơ cấu chi phí để sản xuất 01 tấn photpho vàng (P₄) như sau:

Bảng 7: Định mức tiêu thụ nguyên, nhiên liệu để sản xuất 1 tấn photpho vàng (P₄)

Nguyên, nhiên liệu	Định mức tiêu thụ	Đơn giá trung bình	Tỷ trọng chi phí
Quặng Apatit (loại I và III)	5,96 tấn	1.180.000 VND/tấn	20,9%
Than cốc	1,1 tấn	195 USD/tấn	14,7%
Đá quắc-zít	3,22 tấn	150.000 VND/tấn	1,3%
Điện	14.000 - 18.000 Kwh	1.555 VND/KWh	63,0%

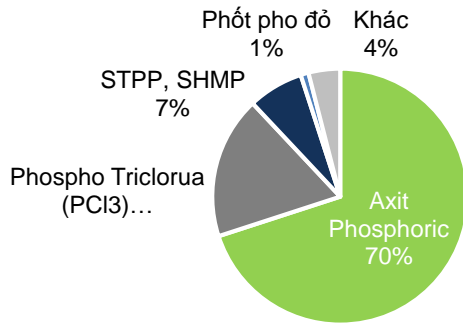
Nguồn: FPTS ước tính

Theo đó, chi phí điện năng là chi phí chiếm tỷ trọng cao nhất (~63%) trong cơ cấu chi phí nguyên nhiên liệu sản xuất photpho vàng, và chiếm 30,2% tổng chi phí nguyên nhiên liệu của DGC.

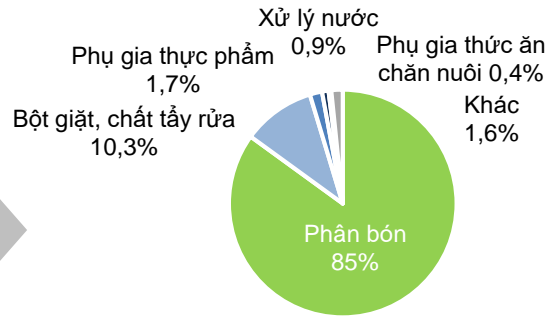
Phụ lục 03 – Cơ cấu các chế phẩm từ Phốt pho vàng và Axit Phosphoric

[\(Trở lại mục chính\)](#)

Cơ cấu các chế phẩm từ Phốt pho vàng



Cơ cấu các chế phẩm từ Axit Phosphoric



Nguồn: FPT S tổng hợp

Phụ lục 04 – Các sản phẩm bột giặt, chất tẩy rửa của DGC

[\(Trở lại mục chính\)](#)



Bộ sản phẩm bột giặt, nước giặt, nước xả vải Đức Giang



Nước rửa chén Đức Giang

Nước tẩy trắng vải Javel



Bộ sản phẩm bột giặt, nước giặt, nước xả vải Soffy

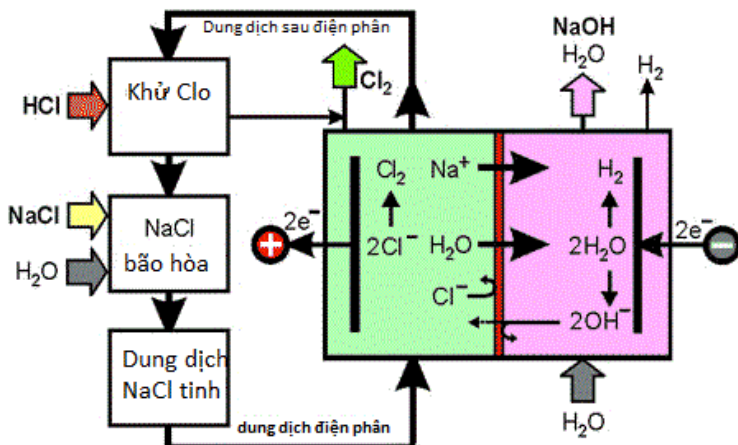


Bộ sản phẩm nước rửa chén, nước lau sàn và nước tẩy rửa toilet Will

Phụ lục 05 – Quy trình sản xuất hóa chất Xút – Clo

[\(Trở lại mục chính\)](#)

Sơ đồ quá trình điện phân muối ăn trong sản xuất Xút - Clo



Quá trình điện phân muối ăn trong sản xuất Xút – Clo diễn ra như sau:

Đầu tiên, muối ăn được hòa tan trong bể tan, thu được dung dịch nước muối bão hòa, sau đó được lọc để loại bỏ các tạp chất (dung dịch NaCl tinh). Nước công nghiệp được tinh chế trước khi đưa vào quá trình điện phân.

Ngăn cực dương của pin điện phân chứa nước muối (NaCl), và ngăn cực âm chứa nước tinh khiết (hoặc dung dịch xút loãng). Khi dòng điện trực tiếp đi qua dung dịch điện phân sẽ tạo ra khí Clo (Cl_2) ở cực dương, và xút (NaOH) và khí hydro (H_2) tại cực âm. Sau đó xút sẽ được tách để tạo ra dung dịch xút với nồng độ khoảng 30%.

Phản ứng điện phân dung dịch muối ăn như sau: $2 \text{NaCl} + 2 \text{H}_2\text{O} \rightarrow 2 \text{NaOH} + \text{Cl}_2 + \text{H}_2$

Như vậy, cứ sản xuất 1 tấn xút (NaOH) thì sẽ thu được 0,9 tấn Clo lỏng hoặc 3 tấn axit Clohydric (HCl) quy đổi. Điều này gây nên vấn đề mất cân bằng sản phẩm Xút – Clo nếu không tiêu thụ được một trong các sản phẩm của quá trình điện phân này.

Phụ lục 06 - Chuyển niêm yết cổ phiếu DGC từ Sở GDCK Hà Nội sang Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh

Ngày 13/07/2020, DGC chính thức nhận được quyết định về việc chấp thuận hủy niêm yết cổ phiếu DGC tại Sở GDCK Hà Nội để chuyển niêm yết sang Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh với các thông tin như sau:

- Loại chứng khoán: **Cổ phiếu phổ thông**
- Mã CK: **DGC**
- Mệnh giá: **10.000 đồng/cổ phiếu**
- Số lượng cổ phiếu: **129.363.616 cổ phiếu**
- Ngày giao dịch cuối cùng tại Sở GDCK Hà Nội: **17/07/2020**
- Ngày hủy giao dịch tại Sở GDCK Hà Nội: **20/07/2020**
- Ngày niêm yết có hiệu lực tại Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh: **07/07/2020**
- Ngày dự kiến niêm yết và giao dịch phiên đầu tiên tại Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh: **28/07/2020**
- Giá tham chiếu trong ngày giao dịch đầu tiên: **39.700 đồng/cổ phiếu**
- Biên độ giao động giá trong ngày giao dịch đầu tiên: **+/- 20% so với giá tham chiếu**

[\(Trở lại trang 1\)](#)

Phụ lục 07 – Dự án bất động sản tại Đức Giang kỳ vọng đóng góp doanh thu, lợi nhuận từ năm 2023

Bản thiết kế dự án tổ hợp chung cư Đức Giang



Dự án tổ hợp chung cư Đức Giang với tổng vốn đầu tư 1.408 tỷ đồng, được thực hiện trên phần đất của nhà máy hóa chất tại phố Đức Giang, Long Biên, Hà Nội sau khi đã di dời. Dự án có tổng diện tích 54.312 m² bao gồm: 60 căn nhà liền kề (100 - 135 m²/căn) và khu chung cư với 831 căn hộ.

Hiện tại, DGC đang xin phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500, dự kiến trong tháng 07/2020. FPTS kỳ vọng dự án bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong 3 năm từ năm 2023. Tổng doanh thu dự kiến khoảng 1.660 tỷ đồng và lợi nhuận ~370 tỷ đồng, trong đó: 120 tỷ đồng từ khu nhà liền kề và 250 tỷ đồng từ khu chung cư. Ước tính biên lợi nhuận trung bình mảng bất động sản trong 3 năm từ 2023 là 22,3%, đóng góp đáng kể cho kết quả kinh doanh của DGC. Tuy nhiên, hiện tại DGC vẫn đang gặp khó khăn trong việc xúc tiến xây dựng dự án nên chúng tôi tạm thời chưa đưa dự án này vào mô hình định giá lần đầu của chúng tôi.

[\(Trở lại trang 1\)](#)

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 935 cổ phiếu DGC và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

Số 52 - Đường Lạc Long Quân, P Bưởi

Quận Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.24) 3773 7070/271 7171

Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times

Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,

Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.28) 6290 8686

Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

Tầng 3, toà nhà Tráng Tiền, 130 Đống Đa,

Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.236) 355 3666

Fax: (84.236) 355 3888