



## Báo cáo định giá lần đầu

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC - HSX)

# “ÔNG VUA” NGÀNH HÓA CHẤT CƠ BẢN

Ngày thực hiện: 23/2/2024

Khuyến nghị: **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG**

Giá hiện tại: 101,200

Giá mục tiêu: 106,500

Upside: 5.23%

Thời gian nắm giữ: 1 năm

Cổ tức 2024: 30%

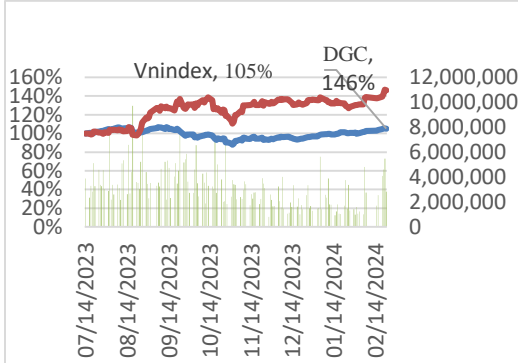
Tỷ suất cổ tức: 2.9%

### Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu bán hàng	8,950.58	14,444.99	3,935.86	9,760.98
Tăng trưởng doanh thu thuần	53.1%	51.2%	-32.5%	26.5%
Lợi nhuận gộp	3,182.35	6,750.35	3,454.72	4,439.16
Biên lợi nhuận gộp	33.3%	46.7%	35.4%	36%
Lợi nhuận sau thuế	2,514.89	6,037.42	3,250.76	3,513.94
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	165%	140%	-46.2%	8.1%

Nguồn: Fiin, CSI Research

### Biến động giá DGC & VnIndex 6 tháng



### Luận điểm đầu tư:

**Dẫn đầu về công suất sản xuất Phốt pho và là doanh nghiệp xuất khẩu phốt pho vàng hàng đầu Châu Á.** Sau khi hoàn tất sát nhập nhà máy Phốt pho 6, tổng công suất nhà máy của Đức Giang đạt 70 triệu tấn/năm và đạt tối đa 80 triệu tấn trong điều kiện điện tải thấp. Với công suất trên Đức Giang trở thành doanh nghiệp sản xuất phốt pho hàng đầu tại Việt Nam, chúng tôi nhận định vị thế của DGC sẽ duy trì trong thời gian dài khi Việt Nam dùng cấp giấy phép sản xuất phốt pho mới. Cùng với việc phát triển sâu các sản phẩm gốc phốt pho và tối ưu trong chuỗi giá trị biên lợi nhuận gộp của DGC ở mảng phốt pho sẽ tiếp tục duy trì ở mức 30-40%.

**Doanh thu hồi phục nhờ nhu cầu chất bán dẫn, giá phốt pho vàng được dự báo hồi phục trong năm 2024.** Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2024 DGC có thể đạt 12,331 tỷ đồng, tăng trưởng 26.5% so với năm 2023, đến từ gia tăng công suất từ nhà máy phốt pho 6 và nhu cầu phốt pho hồi phục từ ngành điện tử bán dẫn. Thị trường chất bán dẫn trên toàn thế giới được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 13.1% trong năm 2024, đạt mức kỷ lục 588.36 tỉ USD. Nhu cầu phốt pho còn được thúc đẩy mạnh mẽ bởi nhu cầu chip dùng cho công nghệ trí tuệ nhân tạo (AI), pin LPF (Lithium Ferrous Phosphate) và sự bùng nổ về thiết bị công nghệ 5G ngày càng gia tăng.

**Dự án Đức Giang - Nghi Sơn là “át chủ bài” biến Đức Giang trở thành ông vua ngành hóa chất cơ bản.** Nhà máy Đức Giang Nghi Sơn được khởi công chậm nhất vào quý 2 năm 2024 với công suất chính gồm 150,000 tấn xút, 150,000 tấn hạt nhựa PVC. Chúng tôi ước tính dự án trên sẽ đem về khoảng gần 8,200 tỷ đồng doanh thu, lợi nhuận gộp khoảng 2,000 tỷ đồng. Đây đều là những sản phẩm mà Việt Nam chưa đáp ứng được nhu cầu và dựa phần lớn vào việc nhập khẩu.

### Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro biến động giá phốt pho vàng ảnh hưởng trực tiếp tới lợi nhuận DN.
- Rủi ro về chậm tiến độ dự án, rủi ro vận hành và hiệu quả hoạt động đối với sản phẩm mới là xút và hạt nhựa PVC: Tổ hợp hóa chất Đức Giang -Nghi Sơn được Đại hội đồng cổ đông DGC thông qua quyết định đầu tư dự án từ 26/05/2020 tuy nhiên cho đến nay dự án vẫn chưa được khởi công xây dựng. Vương mắc hiện tại chủ yếu của dự án hiện nay là công tác GPMB; nhiều hộ dân kiến nghị đơn giá bồi thường thấp, không thống nhất nhận tiền. Ngoài ra chúng tôi lo ngại về việc vận hành cũng như biên lợi nhuận của dự án khi Việt Nam chưa thể tự chủ sản xuất muối công nghiệp-nguyên liệu quan trọng để sản xuất xút.

### Định giá & Khuyến nghị:

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với Công ty Cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang. Theo đó, chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá FCFV và P/E với tỷ lệ lần lượt là 60% và 40%, chúng tôi đánh giá giá trị hợp lý của cổ phiếu DGC ở mức 106,500 đồng/cp tại thời điểm cuối năm 2024.

Nguồn: Fiin, CSI Research

### Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	379,778,413
Vốn hóa (tỷ VND)	38,433 tỷ đồng
Khoảng giá 52 tuần	46,915-101,700
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	94,661
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	18.86%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	0.0%

### Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023
EPS	13,202	14,653	8,185
BVPS	55,823	38,032	25,667
PE	4.31	6.24	12.06
ROE%	47.82	73.05	29.49
	%	%	%
ROA%	33.18	50.76	21.52
	%	%	%
Tổng nợ/TTS	0.26	0.19	0.23

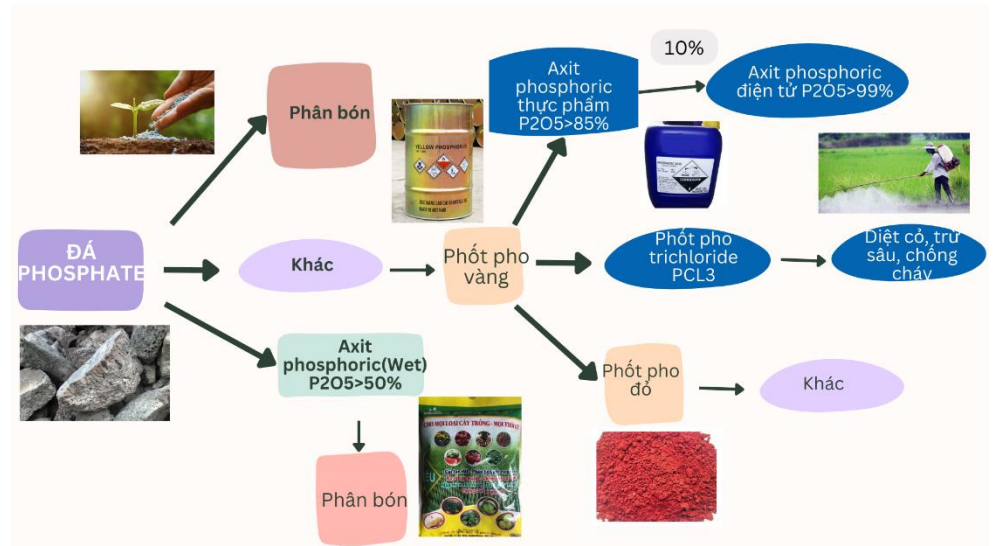
Nguồn: Fiin, CSI Research



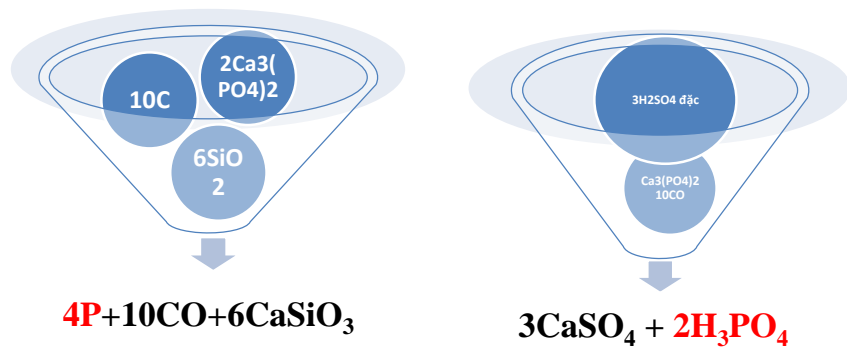
## TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

### Tổng quan Ngành Phosphor Việt Nam

#### 1. Chuỗi giá trị phốt pho và các sản phẩm, ứng dụng:

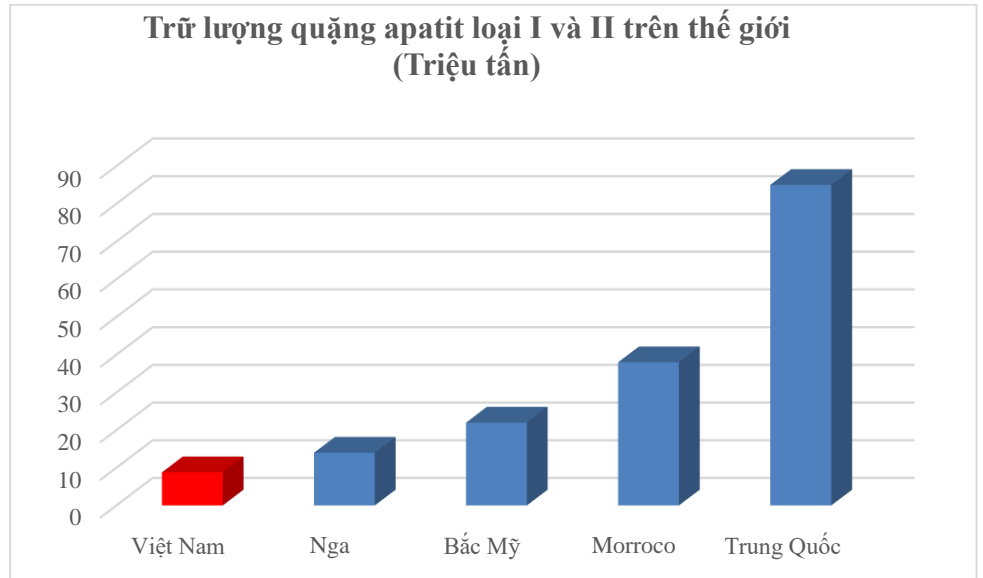


P4 được sử dụng để sản xuất các hóa chất gốc phốt pho như Axit Photphoric, photpho trichlorit và photpho oxychlorit. Mặc dù axit photphoric là sản phẩm “đầu ra” chính của P4, hóa chất này lại là “đầu vào” cho quy trình sản xuất phân bón trong nông nghiệp để cải thiện năng suất và chất lượng cây trồng, đồng thời chúng cũng được sử dụng trong nhiều ứng dụng công nghiệp, như sản xuất chất tẩy rửa, thức ăn chăn nuôi và phụ gia thực phẩm. Ngoài ra, Phốt pho vàng cũng có nhiều ứng dụng khác nhau trong ngành điện tử và bán dẫn. Nó được sử dụng trong sản xuất chất bán dẫn, là thành phần thiết yếu trong các thiết bị điện tử.



#### 2. Về nguyên vật liệu

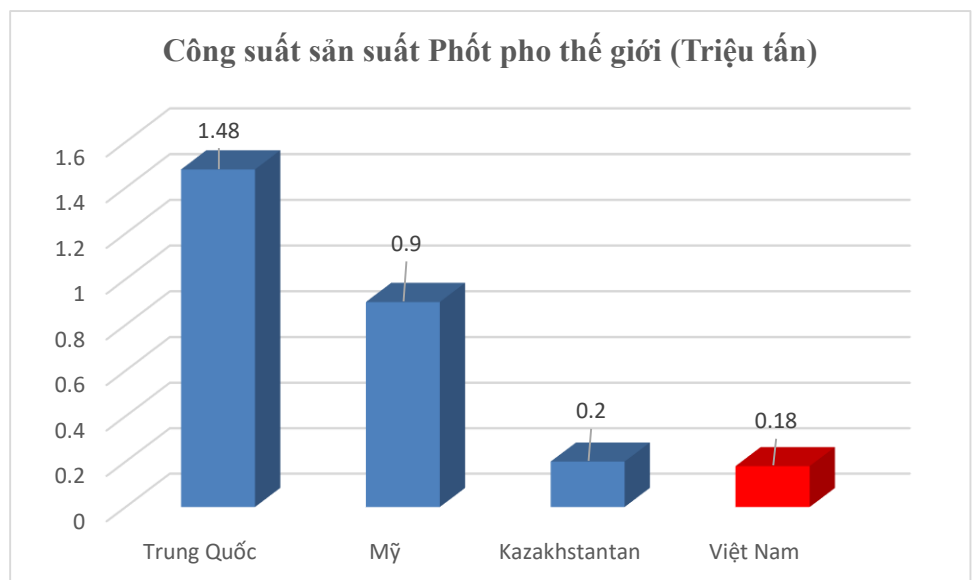
Nguyên liệu chính để sản xuất Phốt pho là quặng Apatit, than cốc. Việt Nam là nước duy nhất ở khu vực Đông Nam á có nguồn quặng apatit dồi dào, cũng là quốc gia có trữ lượng quốc gia có quặng Apatit hàng đầu thế giới với gần 9 triệu tấn quặng loại I và loại III. Trữ lượng quặng Apatit tập trung lớn ở khu vực Lào Cai, chúng tôi ước tính trữ lượng Apatit trên đủ để Việt Nam duy trì sản xuất Phốt pho trong hơn 20 năm tới.



Nguồn: CSI tổng hợp

Một nguyên liệu quan trọng khác để sản xuất Phốt pho lại không mấy phổ biến như vậy chính là than cốc. Hiện nay, nguồn cung cấp than cốc từ Trung Quốc không còn nữa, do đó cần phải xem xét khả năng sử dụng than antraxit Việt Nam để thay thế. So với than cốc, than antraxit có hoạt tính cũng như hàm lượng cacbon (C) thấp hơn (hàm lượng C của than antraxit trung bình là 75% so với 85% của than cốc, về hoạt tính, than antraxit xếp thứ 3 sau than cốc và grafit). Trong khi thành phần tro xỉ, chất bốc, độ ẩm lại cao hơn nên sẽ gây khó khăn cho khâu vận hành lò. Bù lại, giá than antraxit thấp hơn, nguồn cung cấp tại chỗ, ổn định nên nếu tìm được chủng loại than antraxit có hàm lượng C cao, thành phần chất bốc hợp lý... sẽ có thể thay thế cho than cốc trong sản xuất photpho vàng và nếu được xử lý nhiệt sơ bộ thì có thể loại bỏ một phần đáng kể lượng chất bốc trước khi đưa vào phối liệu.

### 3. Năng lực sản xuất Phốt pho tại Việt Nam



Nguồn: CSI tổng hợp

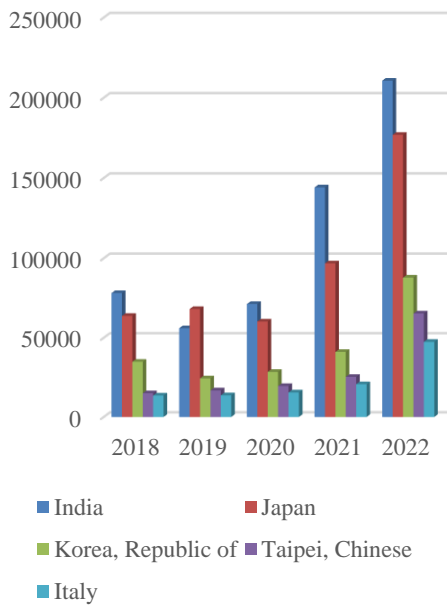
Việt Nam hiện có công suất thiết kế sản xuất khoảng 180 triệu tấn phốt pho/năm nằm trong top 4 quốc gia sản xuất phốt pho hàng đầu thế giới. Trung Quốc hiện tại là nước có công suất thiết kế hàng đầu thế giới với gần 1.5 triệu tấn/năm chiếm khoảng 70% công suất sản xuất phốt pho của thế giới. Tiếp theo là các quốc gia như Mỹ (0.9 triệu tấn), Kazakhstan (0.2) triệu tấn, Việt Nam là quốc gia duy nhất





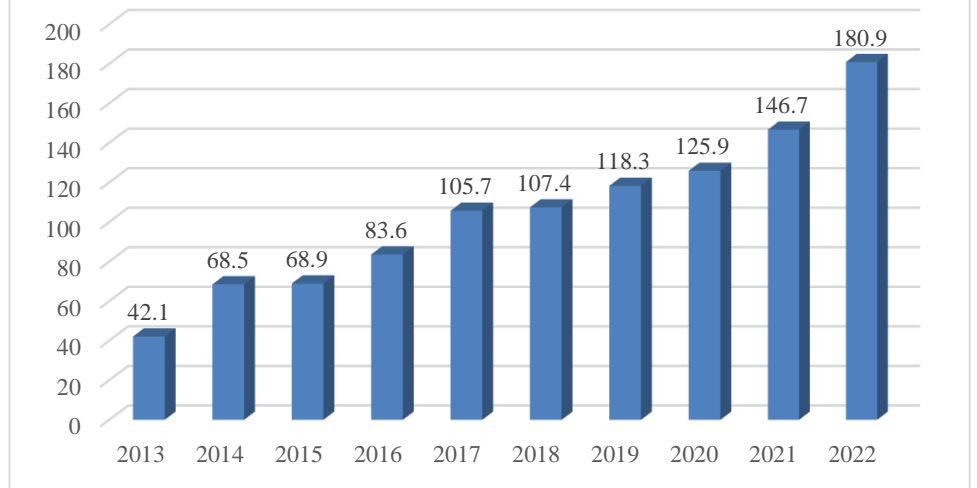
trong khu vực Đông Nam Á có trữ lượng quặng Apatit nguyên liệu quan trọng để sản xuất photpho.

### Các quốc gia nhập khẩu photpho Việt Nam (Nghìn USD)



Nguồn: Trademap, CSI tổng hợp

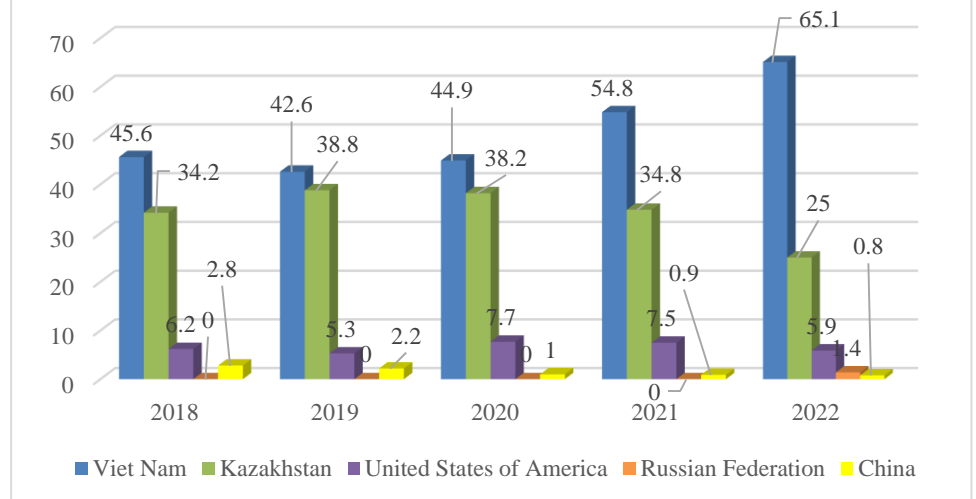
### Sản lượng sản xuất P4 tại Việt Nam (Triệu tấn)



Nguồn: CSI tổng hợp

Ngành sản xuất photpho có rào cản gia nhập tương đối lớn do vấn đề gây ô nhiễm môi trường cũng như tài nguyên quặng apatit có giới hạn. Hiện tại công suất sản xuất photpho tại Việt Nam đạt khoảng 180 triệu tấn/năm và hiện tại không còn phê duyệt các dự án mới.

### Thị phần xuất khẩu photpho vàng thế giới (%)



Nguồn: Trademap, CSI tổng hợp

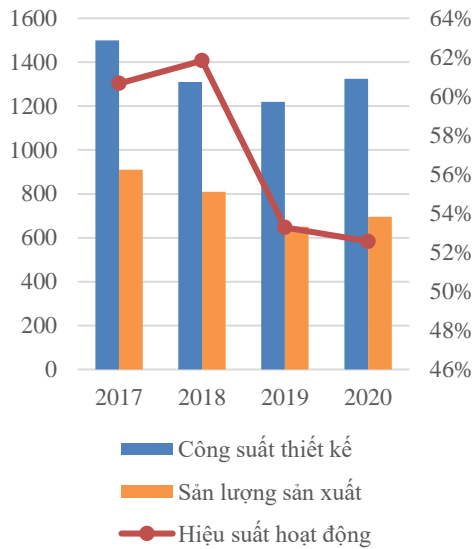
Mặc dù chỉ đạt công suất khoảng 180 nghìn tấn/năm nhưng Việt Nam duy trì thị phần xuất khẩu photpho vàng hàng đầu thế giới. Việt Nam tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu photpho vàng trong giai đoạn 2021-2022 khi giá photpho vàng liên tục lập đỉnh do sự hạn chế nguồn cung từ Trung Quốc đẩy giá photpho lên cao. Đến cuối năm 2022, thị phần xuất khẩu photpho vàng Việt Nam đạt 65.1%, vượt xa vị trí thứ hai là Kazakhstan với 25% thị phần.

Các đối tác chính nhập khẩu sản phẩm photpho của Việt Nam gồm Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, Ý, ... với tổng giá trị xuất khẩu ước đạt 702 triệu USD năm 2022. Trong đó 3 thị trường xuất khẩu chính là Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc lần lượt đạt 210 triệu USD, 176 triệu USD, 87 triệu USD.



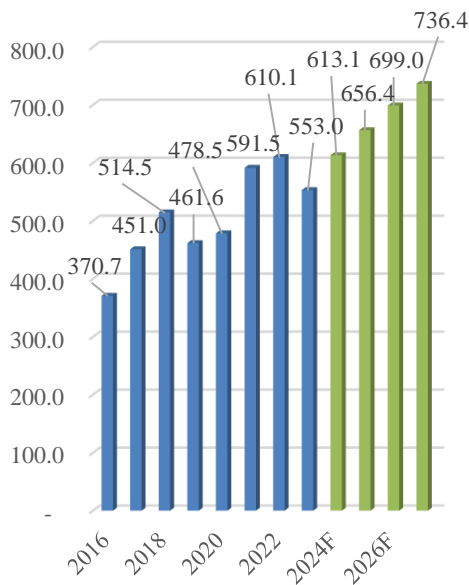


## Hiệu suất sản xuất Phốt pho tại Trung Quốc (Triệu tấn)



Nguồn: CSI tổng hợp

## Dự báo doanh thu chất bán dẫn toàn cầu (Tỷ USD)



Nguồn: Statista Market Insights

## Các yếu tố trọng yếu tác động đến sự phát triển của ngành sản xuất phốt pho tại Việt Nam.

- Việt Nam: Tháng 6/2023, Chính Phủ phê duyệt Chiến lược phát triển ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2040 với mục tiêu cụ thể: Phần đầu đạt tốc độ tăng trưởng công nghiệp ngành hóa chất đạt bình quân từ 10 - 11%/năm và tỷ trọng ngành công nghiệp hóa chất so với toàn ngành công nghiệp đạt khoảng 4 - 5% vào năm 2030; giai đoạn đến năm 2040, tốc độ tăng trưởng công nghiệp ngành hóa chất đạt bình quân từ 7 - 8%/năm và tỷ trọng ngành công nghiệp hóa chất so với toàn ngành công nghiệp duy trì khoảng 4 - 5%. Rất khó để gia nhập vào ngành sản xuất phốt pho ở Việt Nam do ngành này gây ô nhiễm môi trường rất lớn. Lào Cai là tỉnh có mỏ quặng apatit lớn nhất Việt Nam và khu vực Đông Nam Á. Tuy vậy, tỉnh này đã giới hạn cấp phép khai thác mới cho các mỏ phốt pho. Tại Việt Nam mức thuế xuất khẩu với sản phẩm phốt pho là 5%.
- Trung Quốc: đặt hạn ngạch xuất khẩu các sản phẩm phốt pho, phân bón gốc phốt pho. Trung Quốc áp thuế xuất khẩu 20% đối với sản phẩm phốt pho vàng và cắt giảm sản lượng phốt pho nhằm: Bảo vệ nguồn tài nguyên quặng apatit cho nhu cầu nội địa, bảo vệ môi trường và cắt giảm tiêu thụ năng lượng. Về dài hạn chúng tôi nhận định chính sách trên của Trung Quốc vẫn sẽ được duy trì do sản xuất phốt pho gây ô nhiễm môi trường rất lớn và tiêu thụ năng lượng lớn, nước này đang tìm cách cắt giảm những ngành công nghiệp nặng, gây ô nhiễm đến môi trường tiêu biểu như sản xuất thép, giấy tái chế, phốt pho,...
- Nhu cầu phốt pho vàng và acid photphoric đến từ ngành công nghiệp chất bán dẫn: Theo dữ liệu của World Semiconductor Trade Statistics, thị trường chất bán dẫn toàn cầu mặc dù sẽ chứng kiến sự sụt giảm lên đến hai con số trong năm nay (2023) nhưng diễn biến sẽ tươi sáng hơn trong năm 2024. Cụ thể, ngành công nghiệp bán dẫn toàn cầu được WSTS dự báo sẽ tăng trưởng tới 11.8% trong năm 2024, lên mức 576 tỷ USD nhờ phân khúc bộ nhớ có thể tăng trưởng tới 40% so với năm 2023. Theo dữ liệu và dự báo của Statista Market Insights vào tháng 8 năm 2023, tổng doanh thu ngành chất bán dẫn toàn cầu sẽ bước vào xu hướng tăng trưởng trở lại vào năm 2024 với mức tăng trưởng yoy năm 2024 dự kiến 10.87%.





## CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG



Nguồn: DGC, CSI tổng hợp

### Tổng quan Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang

Trải qua hơn 60 năm hình thành và phát triển, CTCP Tập Đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) đã nỗ lực không ngừng vươn lên trở thành một trong những doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực hóa chất công nghiệp. Với bề dày lịch sử đi đôi với trình độ quản lý, công nghệ hiện đại mang tầm quốc tế, Công ty chúng tôi đã đáp ứng được mọi yêu cầu của khách hàng trong và ngoài nước.

Được thành lập từ năm 1963, Tập đoàn Hóa chất Đức Giang nhiều năm qua được người tiêu dùng Việt Nam biết đến với nhãn hiệu bột giặt Đức Giang. Tiền thân là Công ty Hóa chất Đức Giang, một doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) trực thuộc Tổng cục hóa chất. Sau khi được cổ phần hóa vào năm 2003, đến nay công ty chúng tôi đã đi đầu trong lĩnh vực hóa chất phosphate và đang hướng tới sản xuất các hợp chất phosphate để dùng trong lĩnh vực Dược phẩm.

DGC trước đây chủ yếu sản xuất bột giặt và chất tẩy rửa, nhưng cho đến nay xuất khẩu phospho vàng và sản xuất các sản phẩm từ photpho. Năm 2022, Tập đoàn đã đạt đỉnh cao về doanh thu gần 15,000 tỷ đồng, vốn điều lệ tăng lên 3,800 tỷ, đóng góp vào ngân sách nhà nước hơn 1000 tỷ đồng. Nhờ vậy năm 2022, mã cổ phiếu DGC có thời điểm trở thành mã Cổ phiếu có giá trị cao nhất sàn HOSE. Bên cạnh đó, DGC còn sản xuất và kinh doanh thương mại nhiều sản phẩm hóa chất khác như các sản phẩm H3PO4, hóa dược, hóa chất tinh khiết, hóa chất kỹ thuật...

### Lịch sử hình thành và phát triển

- Năm 1963: Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang được thành lập tiền thân là công ty Hóa chất Đức Giang, là một doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tổng cục hóa chất Việt Nam.
- Năm 2004: Công ty chuyển đổi mô hình và hình thức hoạt động mới dưới hình thức công ty cổ phần
- Năm 2009: Thành lập công ty con-Công ty cổ phần Hóa chất Đức Giang Lào Cai.
- Năm 2018: Mua lại 51% Công ty cổ phần Photpho Apatit Việt Nam.
- Năm 2018: Sát nhập Công ty cổ phần Hóa chất Đức Giang Lào Cai vào Công ty cổ phần Bột giặt và Hóa chất Đức Giang.
- Năm 2019: Chuyển đổi mô hình tổ chức và hoạt động sang mô hình Tập đoàn và đổi tên thành Công ty cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang.
- Năm 2020: Chuyển niêm yết cổ phiếu từ Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) sang Sở Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX).

### Ngành nghề kinh doanh

- Sản xuất và buôn bán nguyên liệu và các mặt hàng hóa chất (trừ hóa chất Nhà nước cấm)
- Sản xuất và buôn bán các mặt hàng cao su, sơn, chất dẻo, phân bón, sắt, thép, kim loại màu.
- Sản xuất, buôn bán máy móc, thiết bị điện và các linh kiện của chúng, vật liệu điện, dụng cụ cơ khí;
- Sản xuất và buôn bán các mặt hàng nhiên liệu khoáng, dầu khoáng và các sản phẩm chưng cất từ chúng; các chất chưa bi tum; các loại sáp khoáng chất;
- Cho thuê nhà xưởng.
- Vận tải hàng hóa bằng đường bộ.
- Bán buôn phụ gia thực phẩm.
- Khai thác, thăm dò và chế biến khoáng sản.
- Vận tải hàng hóa bằng đường bộ



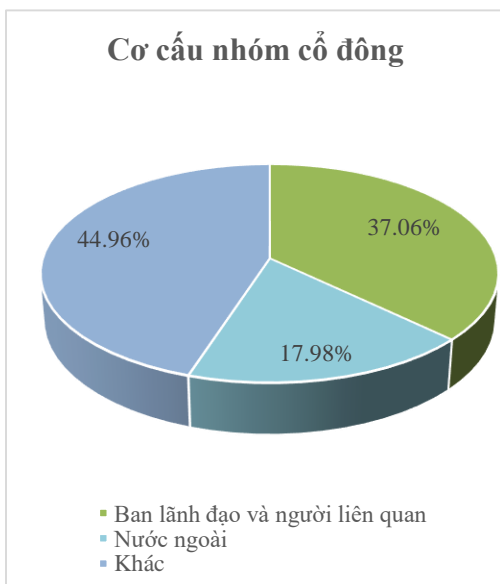


**Danh sách các Công ty thành viên**

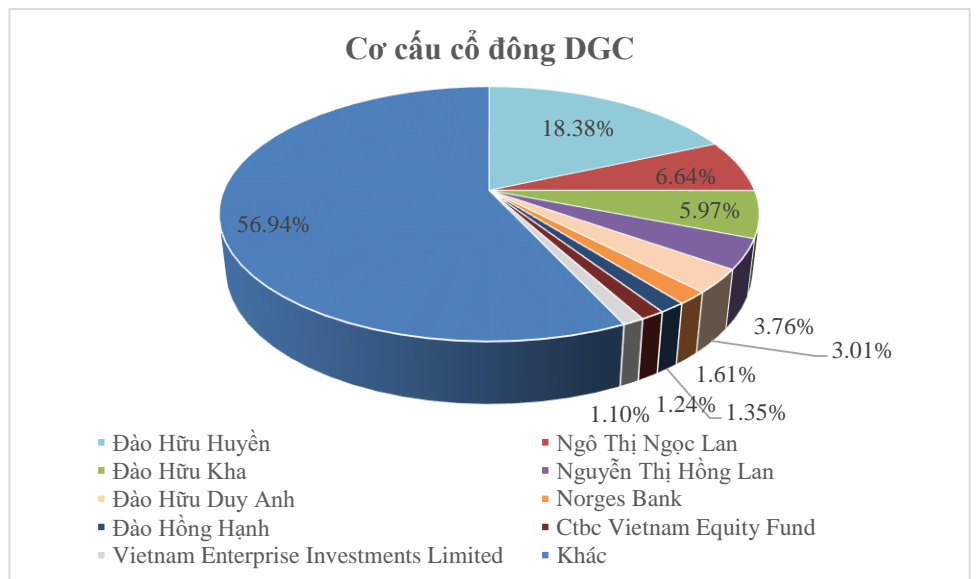
Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ)	Hoạt động chính	% Sở hữu
Công Ty TNHH MTV Hoá Chất Đức Giang Lào Cai	997	Sản xuất, buôn bán hóa chất, phân bón	100%
Công Ty Cổ Phần Phốt Pho Apatit Việt Nam	250	Sản xuất và bán buôn hóa chất cơ bản	51%
Công Ty TNHH MTV Thể Thao Hóa Chất Đức Giang	5	Hoạt động các cơ sở thể thao chuyên nghiệp	100%
Công Ty TNHH MTV Hóa Chất Đức Giang Nghi Sơn	1000	Sản xuất hóa chất cơ bản	14,77 %
Công Ty TNHH MTV Hoá Chất Đức Giang – Đắk Nông	300	Buôn bán, sản xuất phân bón, hóa chất cơ bản	100%
Công Ty Cổ Phần Ác Quy Tia Sáng	67.5	Kinh doanh bất động sản	51%
Công Ty TNHH MTV Bất động sản Đức Giang	500	Kinh doanh bất động sản	100%
Công Ty TNHH MTV Hóa Chất Đức Giang – Đình Vũ	60	Buôn bán hóa chất, dịch vụ kho bãi	100%
Công ty TNHH MTV Phốt pho 6	363	Sản xuất, buôn bán nguyên vật liệu và các mặt hàng hóa chất	100%

Nguồn: BCTC, CSI tổng hợp

**Cơ cấu cổ đông**



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Cơ cấu cổ đông lớn tại DGC bao gồm 37.06% sở hữu bởi ban lãnh đạo và người liên quan, nhà đầu tư nước ngoài sở hữu 17.98%. Trong đó sở hữu các cá nhân thuộc về cá nhân: ông Đào Hữu Huyền (18.38%), bà Ngô Thị Ngọc Lan (6.64%), ông Đào Hữu Kha (5.97%), bà Nguyễn Thị Hồng Lan (3.76%), ông Đào Hữu Duy Anh (3.01%),...





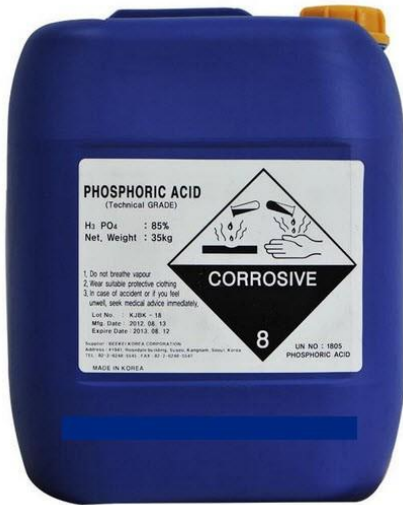
Quặng apatit



Phốt pho vàng



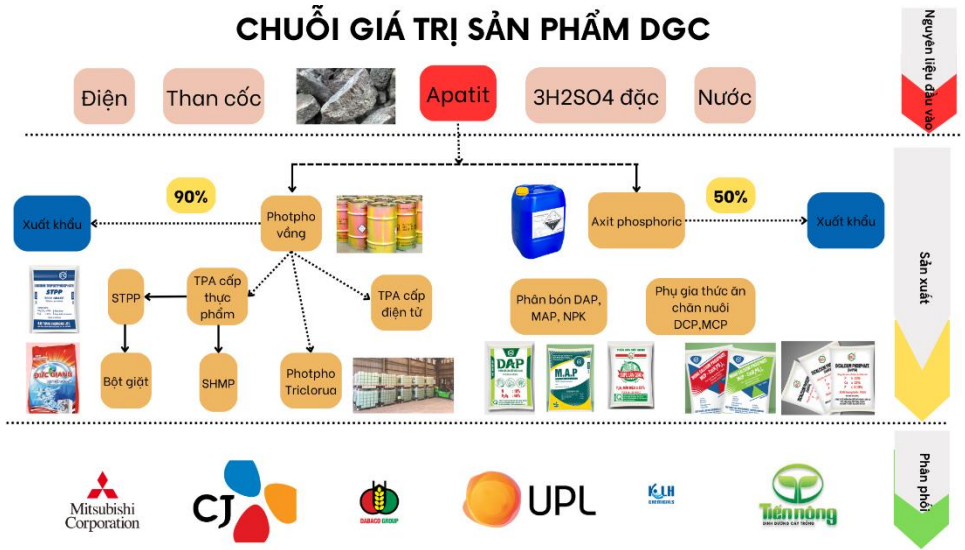
Acic phosphoric (H3PO4 85%)



Thạch cao nhân tạo Gypsum

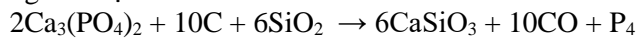


Chuỗi giá trị của DGC



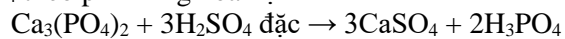
DGC sở hữu chuỗi giá trị hoàn thiện trong ngành phốt pho vàng Việt Nam. Nguyên liệu đầu vào chính của DGC gồm có: Quặng apatit, than cốc (than antraxit), điện, H<sub>2</sub>SO<sub>4</sub> đặc, nước, đá quartzit, lưu huỳnh. Sau đó tùy vào sản phẩm mà các nguyên vật liệu được đưa vào lò luyện với phương pháp phù hợp.

- Phương pháp nhiệt luyện chuyển apatit thành P<sub>4</sub>: Sản xuất phốt pho vàng công nghiệp thông qua quá trình nung chảy quặng Apatit cùng than cốc và đá quắc-zít trong lò điện ở nhiệt độ 1,500oC (hiệu suất phản ứng 91%) theo phản ứng hóa học như sau:



Để sản xuất được 1 tấn P<sub>4</sub> cần sử dụng 5.96 tấn quặng Apatit (loại I và loại III), đốt trong lò điện công suất 14,000-18,000 KWh, ngoài ra cần thêm 1.1 tấn than cốc và khoảng 3.22 tấn đá quartzit để phản ứng được hình thành.

- Phương pháp ướt: chiết xuất ra axit phosphoric trực tiếp từ apatit phản ứng với H<sub>2</sub>SO<sub>4</sub> theo phản ứng hóa học như sau:



Sản xuất 1 tấn Acid Phosphoric trích ly sẽ sử dụng 1.33 tấn quặng apatit và 1.19 tấn H<sub>2</sub>SO<sub>4</sub>.

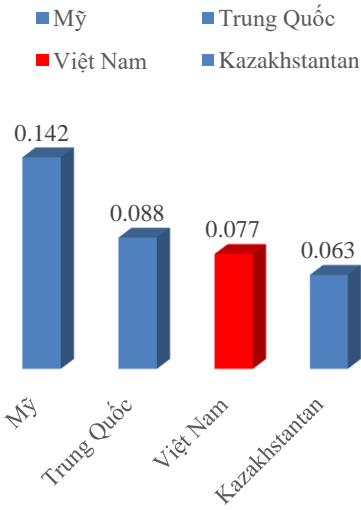
Phốt pho vàng và axit phosphoric tiếp tục là nguyên liệu đầu vào để sản xuất các sản phẩm khác như TPA cấp thực phẩm, TPA cấp điện tử, các loại phân bón (DAP, MAP, NPK,...), phụ gia thức ăn chăn nuôi (DCP, MCP). Đức Giang có thể điều chỉnh kế hoạch sản xuất căn cứ theo biến động giá sản phẩm giữa các phân lớp của thị trường. Khi giá sản phẩm phốt pho ở mức thấp, DGC đẩy mạnh hoạt động sản xuất-tinh chế sâu axit phosphoric, phân bón và ngược lại.

Các phụ phẩm của quá trình phản ứng tiếp tục được đưa vào làm nguyên liệu sản xuất các sản phẩm khác của Đức Giang. Chất thải rắn từ WPA được DGC điều chế thành thạch cao GYPSUM, nhiệt độ trong quá trình đốt phốt pho vàng được sử dụng làm nguyên liệu cho tổ hợp phân bón và thức ăn chăn nuôi, phụ phẩm sản xuất phốt pho, axit phosphoric được tái sử dụng sản xuất phân bón và những sản phẩm khác. Ngoài ra DGC còn sở hữu kho chứa hóa chất tại cảng Đình Vũ giúp tối ưu chi phí xuất khẩu.



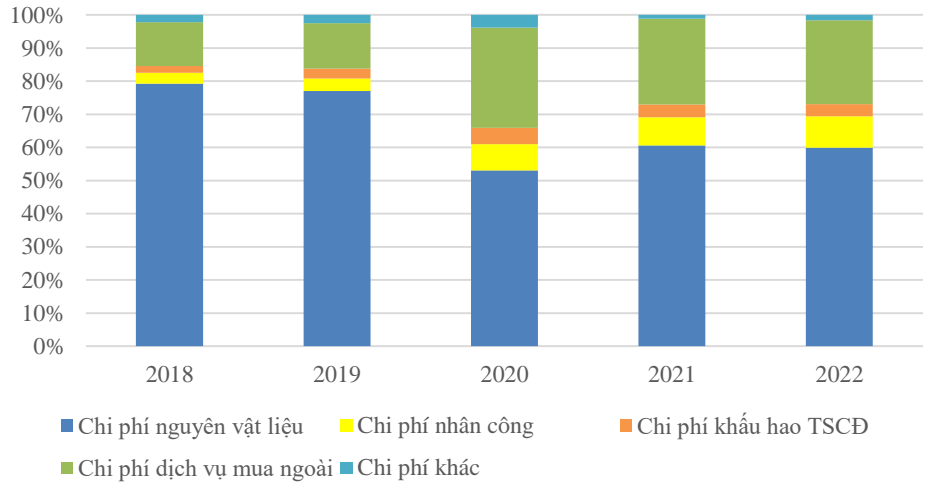


### Giá điện công nghiệp (USD/giờ)



### Nguyên vật liệu đầu vào.

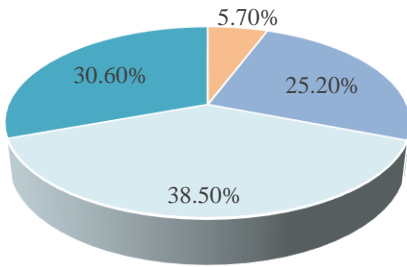
#### Cấu trúc chi phí DGC



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Chi phí nguyên vật liệu là chi phí quan trọng nhất chiếm từ 60% đến 80% tổng chi phí của DGC.

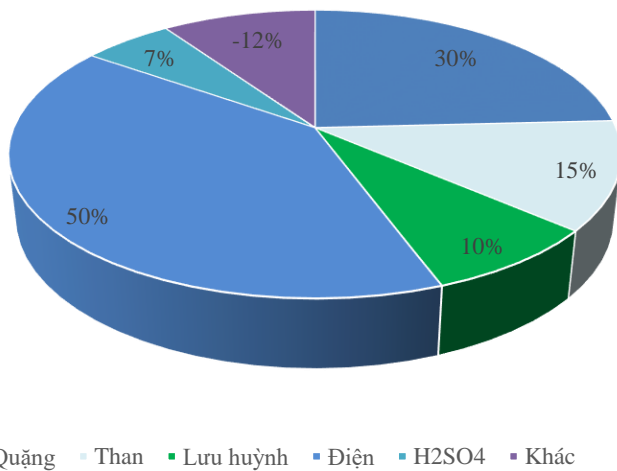
### Tỷ lệ quặng tại Apatit Lào Cai



- Tỷ lệ trữ lượng apatit tại Lào Cai
- Quặng loại I
- Quặng loại II
- Quặng loại III
- Quặng loại IV

Nguồn: CSI tổng hợp

#### Cấu trúc chi phí nguyên vật liệu DGC



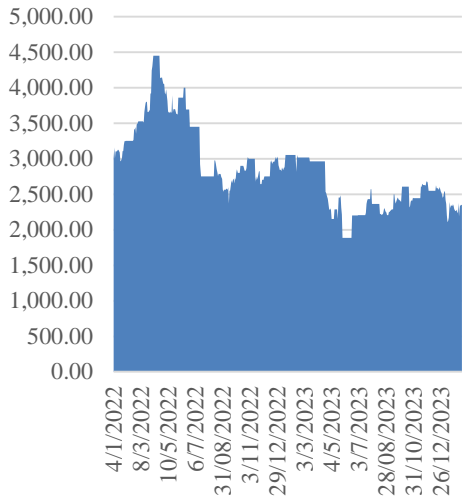
Nguồn: CSI tổng hợp

- Chi phí điện chiếm trên 30% tổng chi phí nguyên nhiên liệu, là chi phí lớn nhất trong giá vốn sản xuất các sản phẩm của Đức Giang. Để sản xuất 1 tấn phospho vàng cần tiêu thụ lượng điện năng từ 14,000-18,000 KWh nên chi phí điện chiếm đến gần 70% tổng chi phí 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 hiện tại được điều chỉnh tăng từ ngày 8/11/2023 lên 1,699 đồng/KWh, tăng 7.3% so với giai đoạn từ 2019-Q3/2023. Việc phụ thuộc hoàn toàn vào EVN khiến DGC chịu rủi ro tăng chi phí năng lượng đầu vào. Tuy nhiên, DGC có lợi thế về chi phí điện năng so với các đối thủ từ Trung Quốc và Mỹ - hai trong bốn quốc gia sản xuất Phốt pho vàng lớn nhất thế giới, bên cạnh Việt Nam và Kazakhstan.
- Nguyên liệu quan trọng khác quan trọng mà DGC có lợi thế lớn là quặng apatit. Quặng Apatit hiện chiếm 30% chi phí nguyên vật liệu đầu vào cho



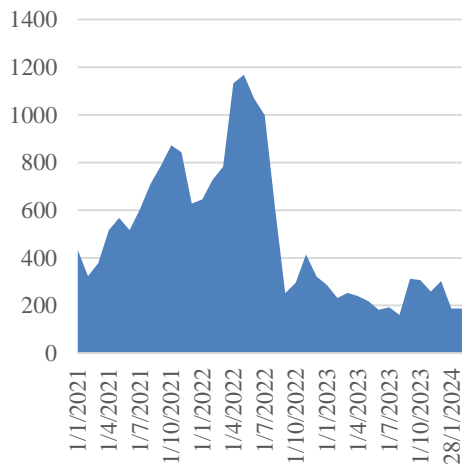


### Giá than cốc (CNY/tấn)



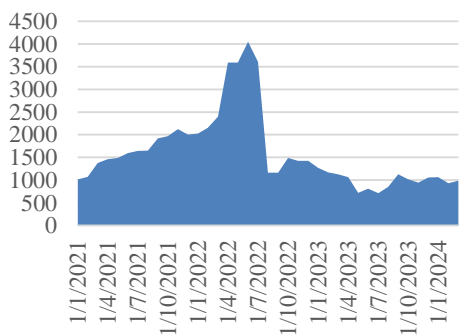
Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

### China Sulfuric acid Spot Price (CNY/tấn)



Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

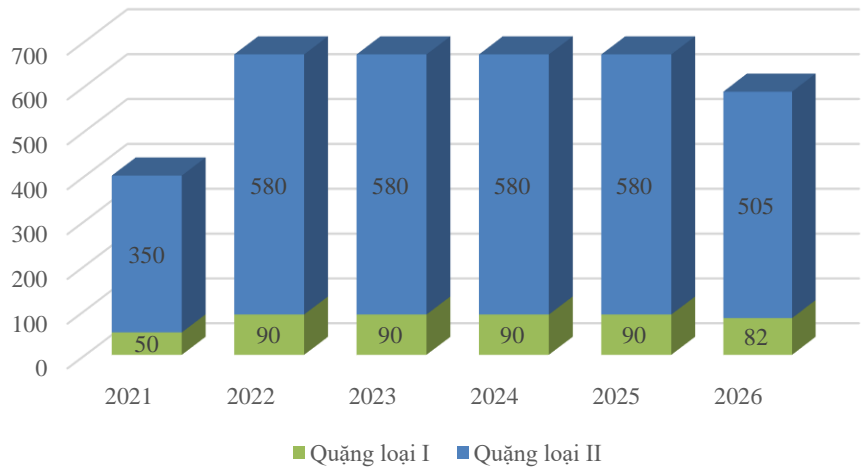
### China Sulfur Spot Price (CNY/tấn)



Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

quá trình sản xuất của DGC. Hiện tại DGC tự chủ khai thác khoảng 70% nhu cầu quặng. Khai trường 25 được cấp quyền khai thác từ tháng 03/2021 với trữ lượng khoảng 3.7 triệu tấn quặng loại I và loại III, khai thác trong vòng 6 năm. Ký hợp đồng mua toàn bộ lượng quặng do CTCP Công nghiệp Hóa chất Lào Cai khai thác tại Khai trường 19b với trữ lượng khoảng 5.1 triệu tấn, khai thác trong vòng 5 năm

### Công suất khai thác khai trường 25 (triệu tấn)



Nguồn: CSI tổng hợp

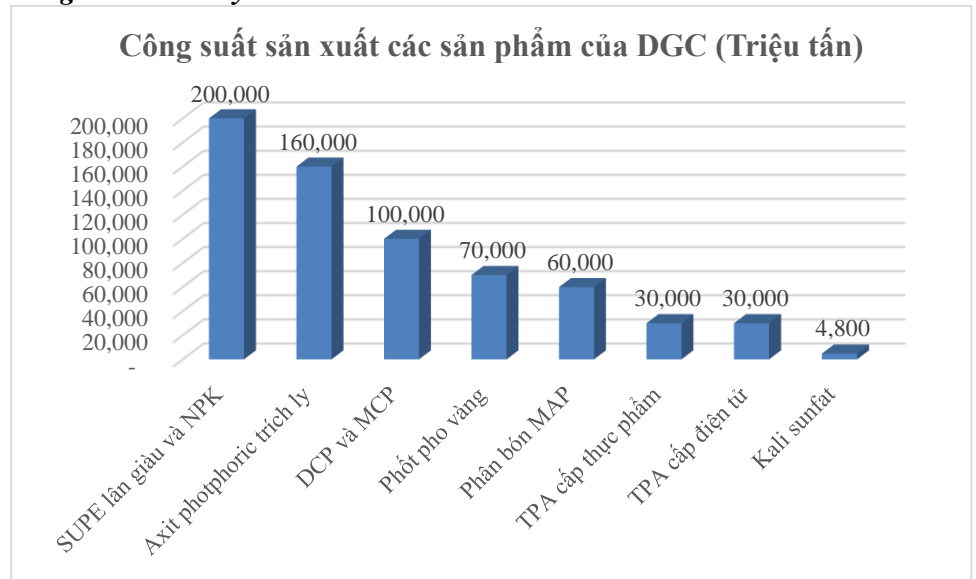
Ở Việt Nam quặng Apatit tập trung tại khu vực tỉnh Lào Cai, tổng trữ lượng và tài nguyên thăm dò được lên tới hơn 2 tỷ tấn. Hiện tại, quặng Apatit loại I và loại III giàu P2O5 đang cạn kiệt dần, chúng tôi ước tính trữ lượng quặng loại I và loại III có thể khai thác trong vòng 20 năm nữa.

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 được 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.

- Các nguyên liệu còn lại như: Than cốc, acid photphoric, lưu huỳnh được nhập từ các doanh nghiệp trong nước và nước ngoài. Hiện nay, nguồn cung cấp than cốc từ Trung Quốc không còn nữa, DGC đã sử dụng thành công than antraxit Việt Nam để thay thế. Giá than antraxit thấp hơn than cốc, nguồn cung cấp tại chỗ ngay tại Quảng Ninh. Than antraxit có nhược điểm thành phần tro xỉ, chất bốc, độ ẩm lại cao hơn nên sẽ gây khó khăn cho khâu vận hành lò. Giá các nguyên vật liệu trên cũng dần bình ổn và đi ngang sau giai đoạn tạo đỉnh năm 2022.



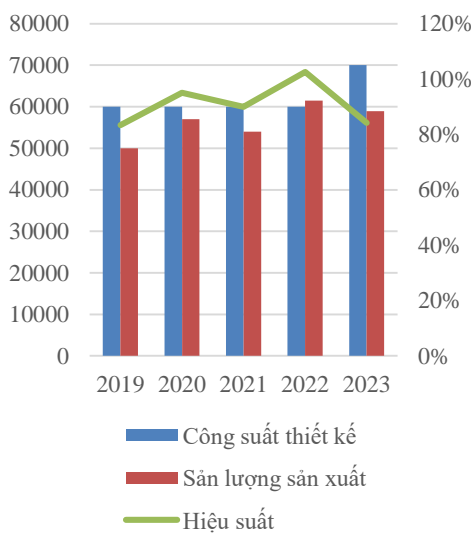
Công suất nhà máy



Nguồn: CSI tổng hợp

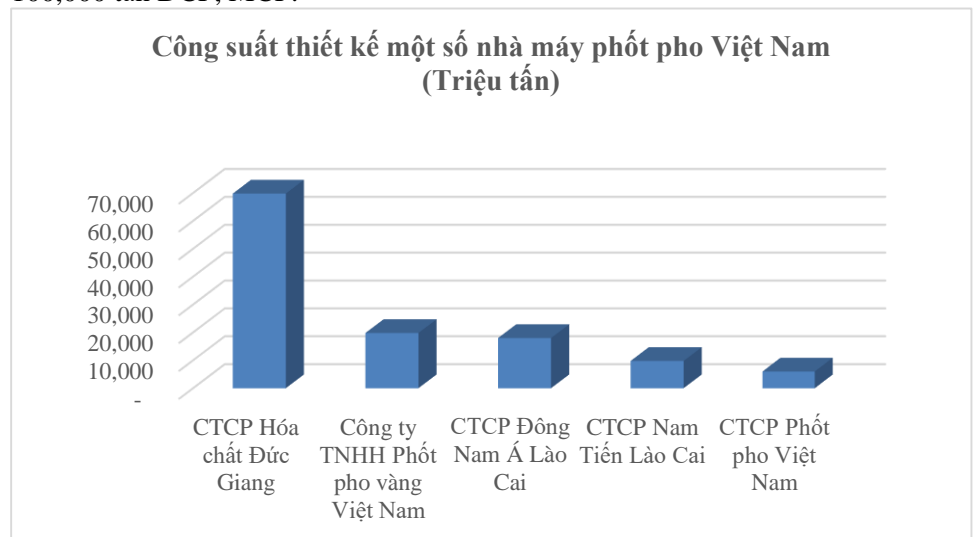
Tính đến cuối năm 2023, tổng công suất sản xuất các sản phẩm của DGC bao gồm: 70,000 tấn phốt pho vàng, tối đa 80,000 tấn trong thời gian phụ tải điện thấp trong ngày, 30,000 tấn TPA cấp thực phẩm và 30,000 tấn TPA cấp điện tử với khách hàng là các doanh nghiệp chất bán dẫn Hàn Quốc và Nhật Bản. Acid photphoric có công suất 160,000 tấn/năm là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất phân bón. Tiếp tục đi vào chế biến sâu acid photphoric trích ly WPA 52% gồm có các nhà máy có công suất: DAP, MAP có công suất 60,000 tấn/năm, 200,000 tấn phân lân giàu, NPK và 100,000 tấn DCP, MCP.

Hiệu suất sản xuất phốt pho vàng (Triệu tấn)



Nguồn: CSI tổng hợp

Công suất thiết kế một số nhà máy phốt pho Việt Nam (Triệu tấn)



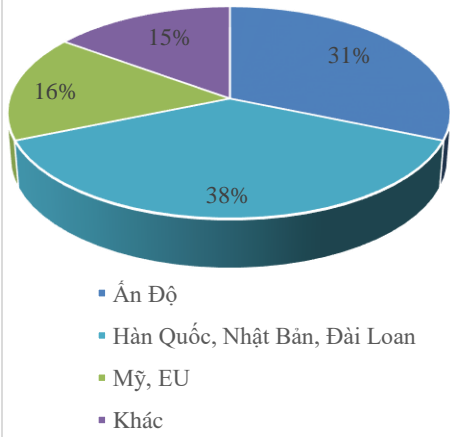
Nguồn: CSI tổng hợp

Sản phẩm phốt pho vàng là sản phẩm chủ lực của DGC hiện có công suất lớn nhất tại Việt Nam với gần 70,000 tấn/năm và có thể tăng lên 80,000 tấn/năm sau khi nâng cấp, mở rộng nhà xưởng tại nhà máy Phốt pho 6. Hiện tại Việt Nam không cấp phép xây dựng nhà máy phốt pho mới biến DGC trở thành doanh nghiệp có công suất lớn nhất, bỏ xa đối thủ xếp thứ 2. Các nhà máy sản xuất phốt pho vàng của DGC hiện chạy trên 80% công suất, trong điều kiện thuận lợi giá phốt pho vàng neo cao DGC sẽ tăng công suất phốt pho vàng và giảm các sản phẩm chế biến sâu khác.



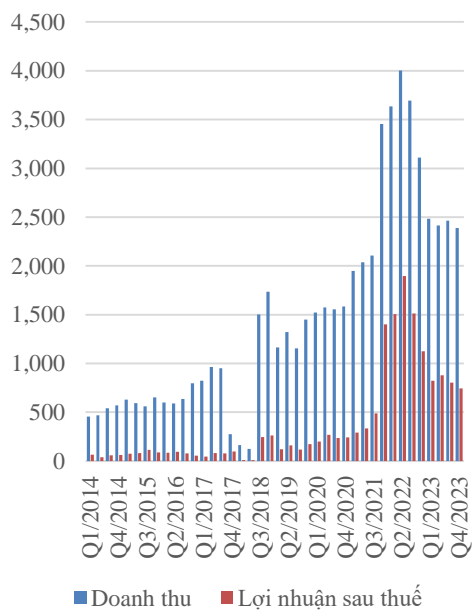


### Cơ cấu xuất khẩu theo khu vực



Nguồn: CSI tổng hợp

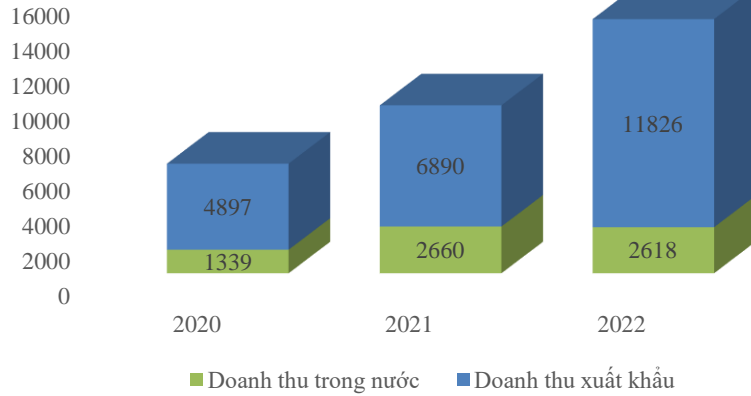
### Doanh thu DGC theo quý (Tỷ đồng)



Nguồn: CSI tổng hợp

### Doanh thu

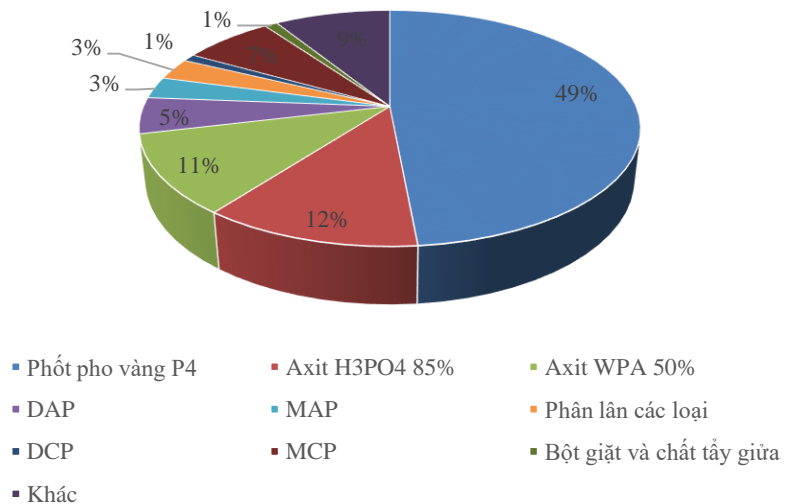
#### Doanh thu theo khu vực (Tỷ đồng)



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

70%-80% doanh thu của DGC đến từ xuất khẩu. Các thị trường xuất khẩu Phốt pho chính của DGC chủ yếu là Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, Mỹ, ... Trong đó sản phẩm xuất khẩu chủ lực là phốt pho vàng với 90% sản lượng phục vụ xuất khẩu. Tại 2 thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản thị phần phốt pho vàng của DGC gần như tuyệt đối. Sản lượng acid photphoric xuất khẩu chiếm 50% và 50% sử dụng làm nguyên liệu sản xuất các sản phẩm phân bón,...

### Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2022



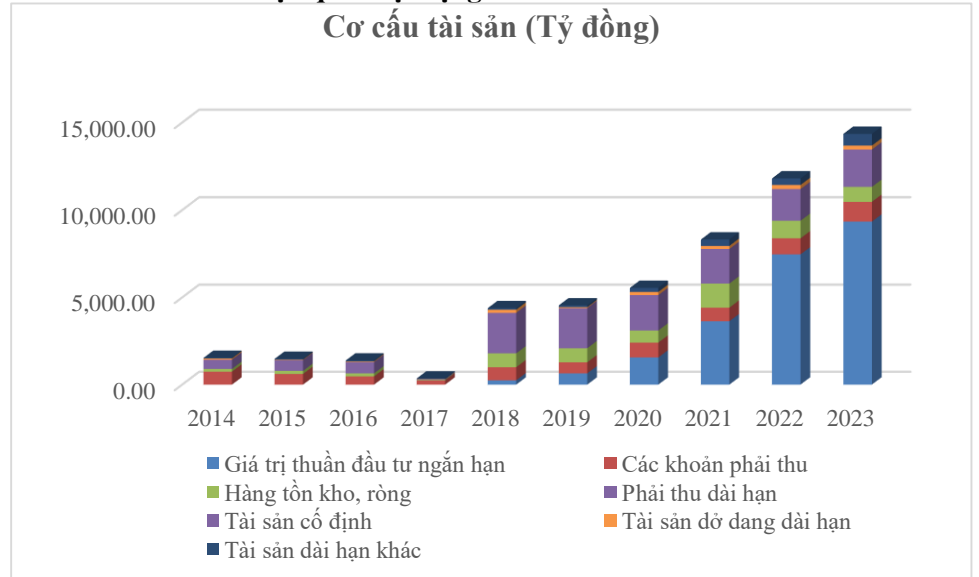
Nguồn: CSI tổng hợp

Sản phẩm phốt pho vàng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu DGC với 49% năm 2022 chủ yếu được tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu. Các sản phẩm còn lại hầu hết được tiêu thụ trong nước ngoại trừ acid photphoric trích ly và acid photphoric điện tử. DGC bán hàng theo hình thức B2B với các khách hàng là các doanh nghiệp lớn. Doanh thu DGC đạt đỉnh cao trong năm 2022 khi giá phốt pho vàng liên tiếp lập đỉnh do: Chiến sự Nga - Ukraine và sự thiếu hụt nguồn cung phốt pho từ Trung Quốc, sự hồi phục của ngành linh kiện bán dẫn sau đại dịch Covid-19 (tại Q1, Q2/2022). Tuy nhiên từ Q3/2022 thì giá trị nhập khẩu P4 của các quốc gia trên giảm vì nhu cầu tiêu



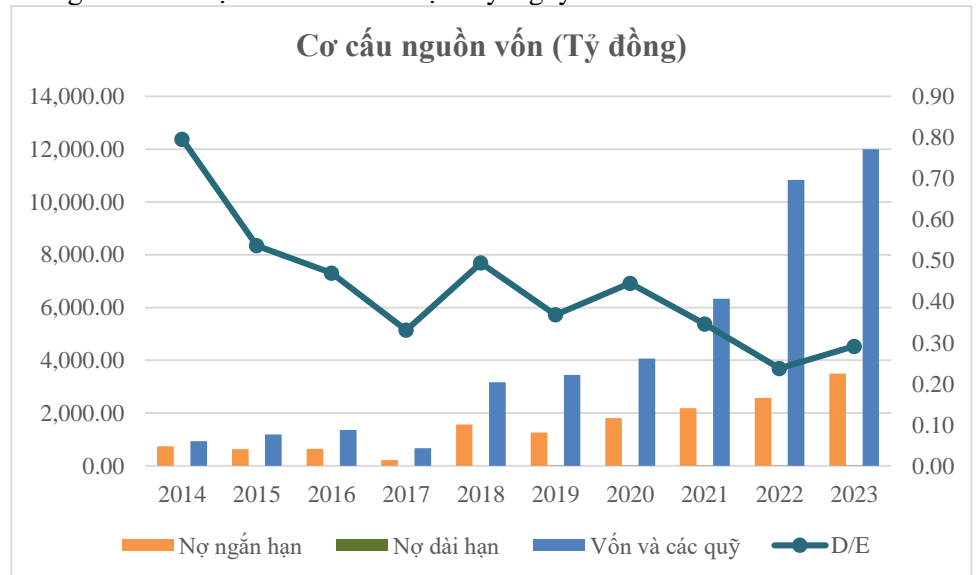
thụ chip bán dẫn giảm (lượng hàng tồn kho của các nhà cung cấp bán dẫn như Intel, NVIDIA, TSMC, Samsung tăng cao).

**Cơ cấu tài chính và hiệu quả hoạt động**



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Năm 2017 cơ cấu tài sản DGC sụt giảm do tạm thời giảm tỷ lệ sở hữu Đức Giang Lào Cai xuống dưới 51% nguyên nhân từ hoạt động cơ cấu doanh nghiệp. Dấu ấn lớn đối với DGC là năm 2018 khi hoàn tất mua 51% Công ty cổ phần Phốt pho Apatit Việt Nam và sát nhập Công ty cổ phần Hóa chất Đức Giang Lào Cai vào Công ty cổ phần Bột giặt và Hóa chất Đức Giang đưa tổng công suất sản xuất phốt pho DGC đạt 60 triệu tấn/năm. Những năm sau đó hoạt động kinh doanh thuận lợi, tỷ lệ tiền mặt và các tài sản thanh khoản cao tăng lên chóng mặt đạt mức 10,402 tỷ đồng chiếm 67.2% tổng tài sản của DGC. Khoản tiền mặt này dự kiến được DGC tài đầu tư tại các dự án Nghi Sơn và dự án nhôm-boxit tại Tây Nguyên.



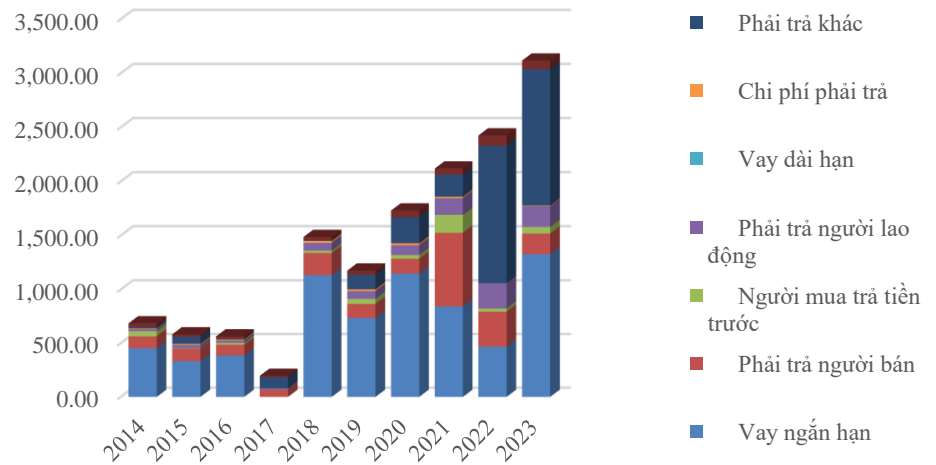
Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Tài trợ chính cho hoạt động kinh doanh của DGC là từ nguồn vốn chủ sở hữu. Dự nợ vay dài hạn của DGC chiếm tỷ trọng rất nhỏ, gần như không đáng kể. Dự nợ vay ngắn hạn duy trì ở mức thấp với tỷ lệ D/E dưới 0.5 trong xuyên suốt 10 năm gần đây. Nợ phải trả và các khoản phải trả khác là 2 khoản mục lớn nhất trong cơ cấu nợ phải trả của DGC tính đến cuối 2023. Trong đó nợ vay ngắn hạn là 1,328 tỷ đồng và 1,260 tỷ đồng phải trả khác là khoản cổ tức chưa thực hiện chi trả cho cổ đông.



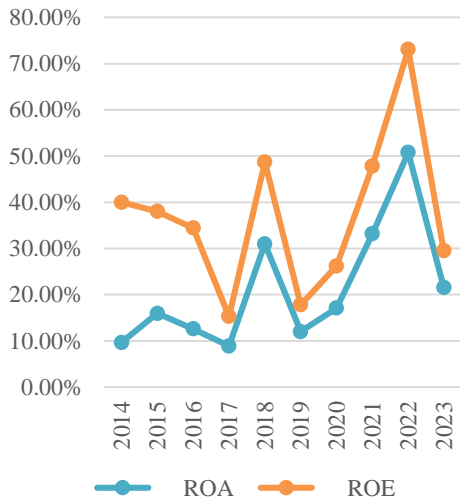


Cơ cấu nợ phải trả (Tỷ đồng)



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

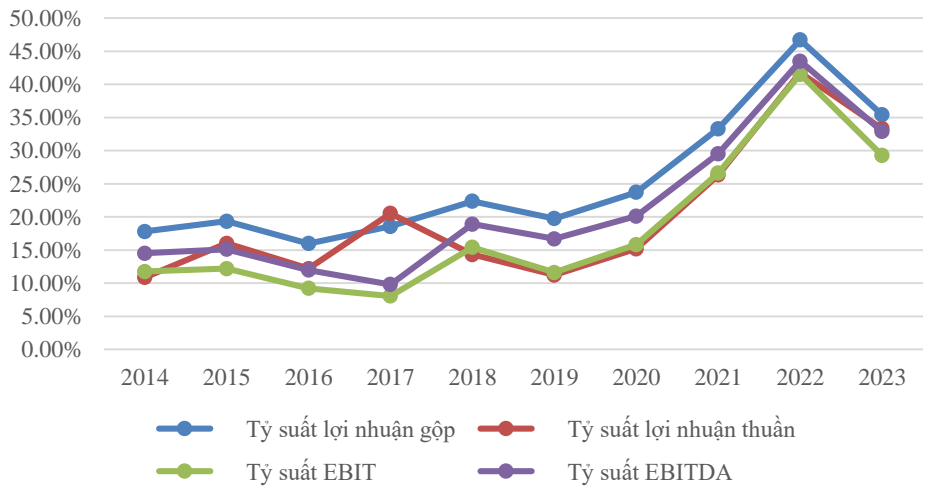
Hiệu quả hoạt động (%)



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Hiệu quả hoạt động

Biên lợi nhuận (%)



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

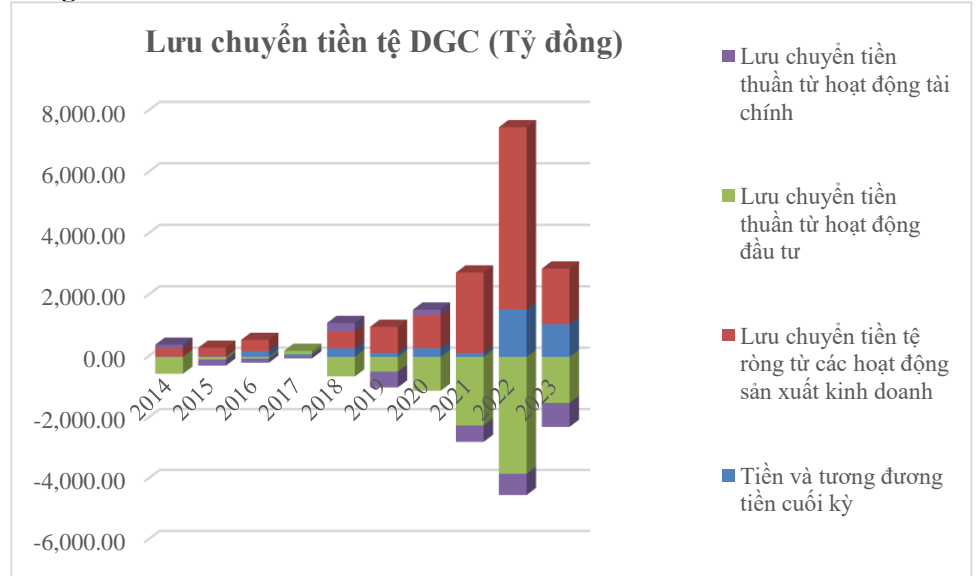
DGC luôn duy trì hiệu quả hoạt động ấn tượng khi trong xuyên suốt 10 năm gần nhất, doanh nghiệp này luôn duy trì tỷ lệ ROE trên 15% đặc biệt trong năm 2022 ghi nhận mức ROE lịch sử trên 70%. Tuy nhiên nhìn vào hiệu quả hoạt động của DGC chúng ta có thể nhận thấy tính chu kỳ lợi nhuận tương đối rõ rệt của DGC với giá phốt pho biến động tương đối mạnh.

Biên lợi nhuận những năm gần đây cải thiện khá đáng kể nhờ tự chủ phần lớn quặng apatit với việc tự khai thác khai trường 25 và liên doanh khai trường 19b, áp dụng những cải tiến về sản xuất như: sử dụng được quặng bột, sản xuất phốt pho vàng từ hỗn hợp quặng Apatit loại I và loại II, sử dụng than antraxit thay thế than cốc, tận dụng các phụ liệu của quá trình phản ứng để sản xuất các sản phẩm khác. Từ năm 2021, biên lợi nhuận gộp DGC duy trì trên mức 30% và đạt đỉnh năm 2022 ở mức 46.73%.



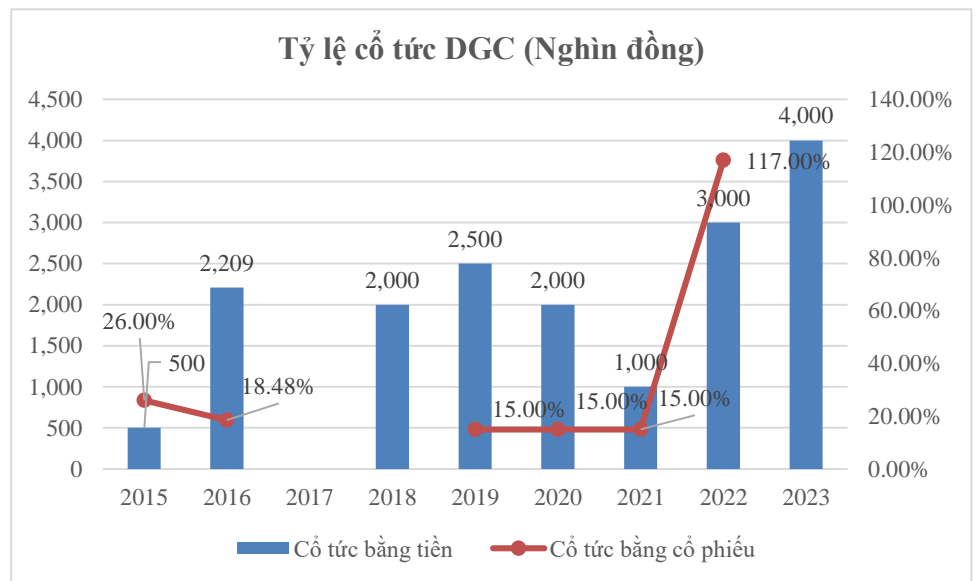


**Dòng tiền và chính sách cổ tức**



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

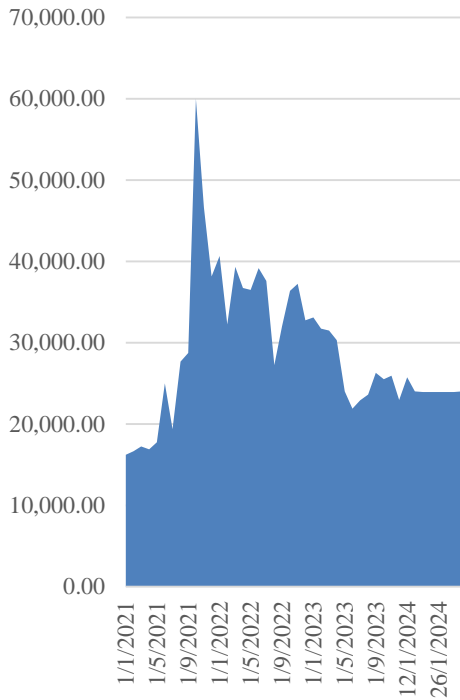
Chúng tôi đánh giá khá tốt sức khỏe dòng tiền tại Đức Giang. Dòng tiền lưu chuyển từ hoạt động sản xuất kinh doanh luôn duy trì dương khá ấn tượng và là trụ cột chính dòng tiền của DGC cho thấy khả năng tự chủ về năng lực tài chính. Nhờ vậy DGC duy trì được mức cổ tức tiền mặt khá tốt, trung bình đạt mức cổ tức tiền mặt 21% trong 10 năm gần nhất. Nguồn lực tài chính dồi dào sẽ là cơ sở để DGC thực hiện các dự án mới trong tương lai khi mà nguồn tài nguyên quặng apatit có giới hạn.



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

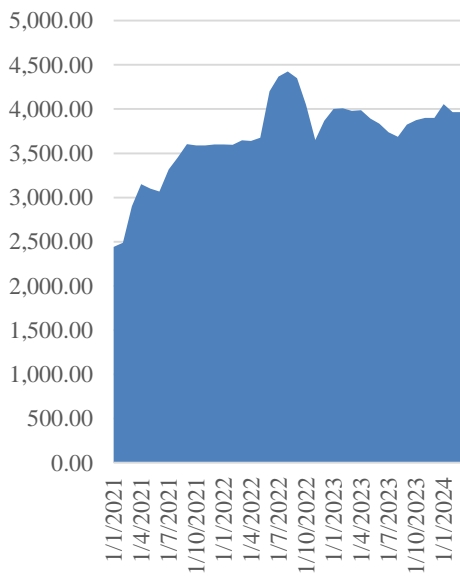


China Phosphorus yellow Spot Price (CNY/tấn)



Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

China DAP Spot Price (CNY/tấn)



Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ CÔNG TY CP Hóa chất Đức Giang

#### Tình hình kinh doanh năm 2023 của DGC

Trong quý IV/2023, Tập đoàn Hoá chất Đức Giang ghi nhận doanh thu đạt 2,387.7 tỷ đồng, giảm 23.3% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế ghi nhận 745.7 tỷ đồng, giảm 33.6% so với cùng kỳ. Trong đó, biên lợi nhuận gộp giảm từ 41.4%, về 32.9%. Trong kỳ, lợi nhuận gộp giảm 39.2% so với cùng kỳ, tương ứng giảm 504.88 tỷ đồng, về 784.49 tỷ đồng; doanh thu tài chính giảm 1.6%, tương ứng giảm 3.21 tỷ đồng, về 194.31 tỷ đồng; chi phí tài chính giảm 52.7%, tương ứng giảm 39.66 tỷ đồng, về 35.6 tỷ đồng; chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 31.6%, tương ứng giảm 66.79 tỷ đồng, về 144.7 tỷ đồng và các hoạt động khác biến động không đáng kể.

Trong năm 2023 vừa qua, Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang ghi nhận 9,748 tỷ đồng doanh thu thuần và 3,250 tỷ đồng lãi ròng, lần lượt giảm 33% và 46% so với năm 2022. So với kế hoạch cả năm, Hóa chất Đức Giang hoàn thành gần 90% mục tiêu doanh thu nhưng đạt 104% mục tiêu lợi nhuận.

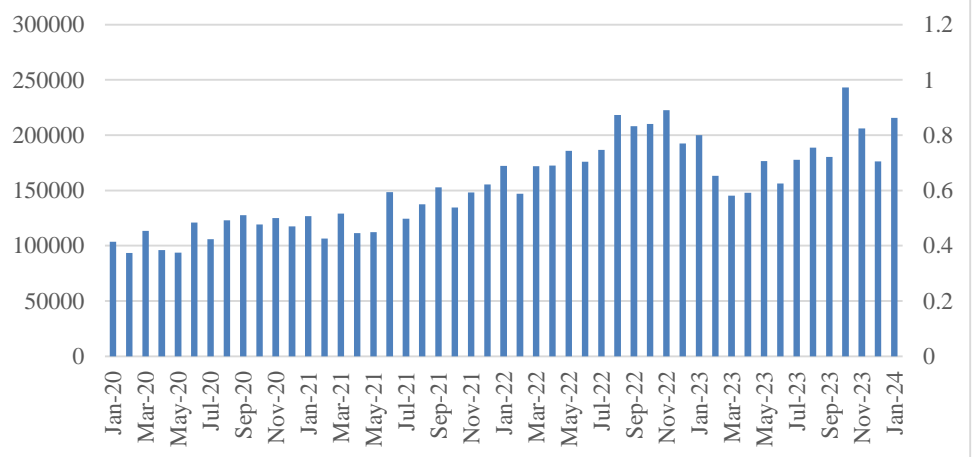
Kết quả kinh doanh của Hóa chất Đức Giang suy giảm mạnh khi giá bán hầu hết các sản phẩm chủ chốt như phốt pho vàng, Axit Phosphoric (H3PO4) và Axit Photphoric trích ly (WPA) tại thị trường nội địa lẫn thị trường quốc tế giảm từ 28% - 38% so với năm 2022.

#### Doanh thu hồi phục khoảng 26.5% đến từ nhu cầu thiết bị chất bán dẫn, biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2024 DGC có thể đạt 12,331 tỷ đồng tăng trưởng 26.5% so với năm 2023, đến từ gia tăng công suất từ nhà máy phốt pho 6 và nhu cầu phốt pho hồi phục từ ngành điện tử bán dẫn. Sau giai đoạn nâng cấp tu sửa, chúng tôi ước tính nhà máy phốt pho 6 có thể đưa công suất sản xuất của Đức Giang tăng thêm từ 10,000-20,000 tấn phốt pho/năm. Ước tính sản lượng phốt pho vàng năm 2024 dự kiến tăng khoảng 15%, giá bán tăng khoảng 10% so với năm 2023 đến từ nhu cầu hồi phục mạnh mẽ từ lĩnh vực điện tử chất bán dẫn.

Theo tổ chức Số liệu thương mại chất bán dẫn toàn cầu (WSTS), một tổ chức được nhiều ông lớn trong ngành bán dẫn thành lập, thị trường chất bán dẫn trên toàn thế giới được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 13,1% trong năm 2024, đạt mức kỷ lục 588,36 tỉ USD. Cũng theo WSTS, thị trường chất bán dẫn toàn cầu có sự sụt giảm trong năm nay, nhưng sẽ tăng trưởng vào năm tới do nhu cầu cho chip dùng cho công nghệ trí tuệ nhân tạo (AI), pin LPF (Lithium Ferrous Phosphate) và sự bùng nổ về thiết bị công nghệ 5G ngày càng gia tăng. Doanh thu tại Taiwan Semiconductor Manufacturing Company công ty sản xuất chip doanh thu lớn nhất thế giới năm 2023 đã có sự phục hồi rõ rệt kể từ cuối quý I/2023 và tiếp tục khởi sắc trong tháng 1 năm 2024.

Doanh thu TSMC theo tháng (Triệu TWD)

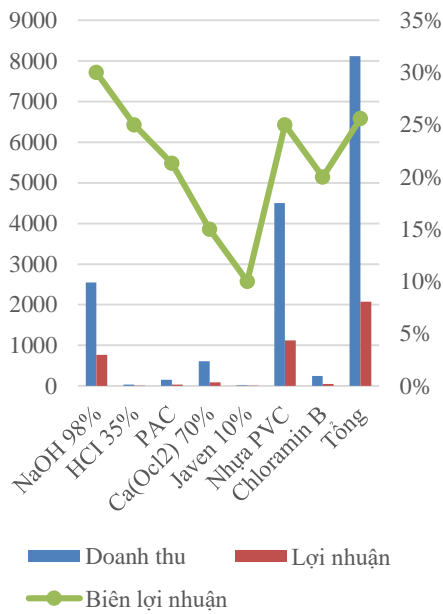






Nguồn: TSMC, CSI tổng hợp

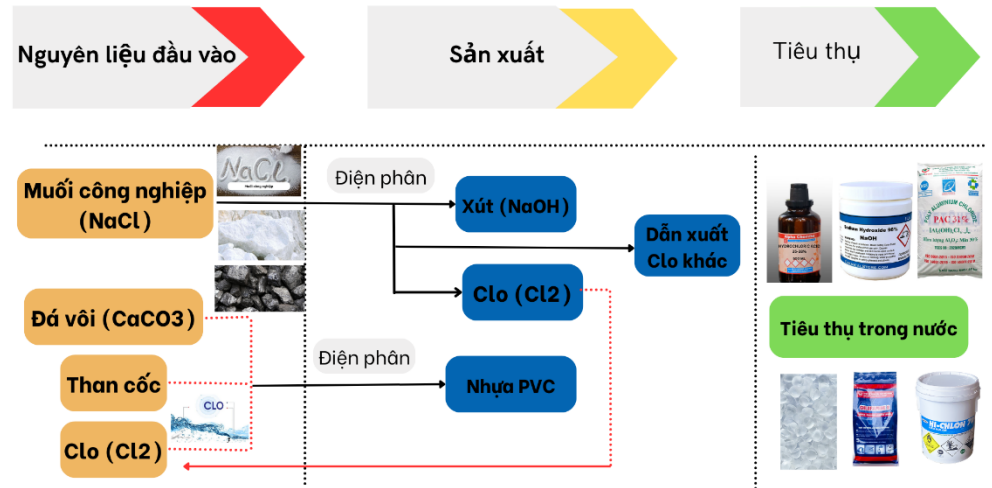
Ước tính dự án Đức Giang-Nghi Sơn (Tỷ đồng)



Nguồn: CSI tổng hợp

Dự án tổ hợp hóa chất Đức Giang-Nghi Sơn từng bước thống trị ngành hóa chất cơ bản Việt Nam

CHUỖI GIÁ TRỊ XÚT-CLO (CHLOR-ALKALI)



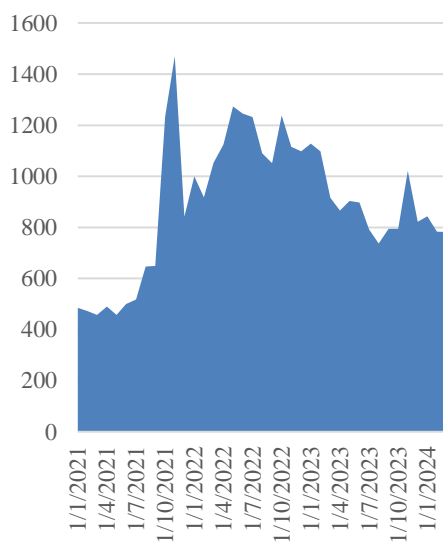
Ngày 26/05/2020, Đại hội đồng cổ đông DGC thông qua quyết định đầu tư dự án "Tổ hợp hóa chất Đức Giang -Nghi Sơn" (DNS) nhưng do những vướng mắc về giải phóng mặt bằng, tính đến thời điểm hiện tại dự án vẫn chưa được đưa vào khởi công xây dựng. Đến nay, đã hoàn thành công tác GPMB và được cho thuê đất (đợt 1) với diện tích 17.8 ha; đã giải ngân 461.5 tỷ đồng, gồm: ký quỹ đầu tư 18.5 tỷ đồng, san lấp mặt bằng 130 tỷ đồng, lập hồ sơ thiết kế 43 tỷ đồng, đặt mua thiết bị 270 tỷ đồng. Theo chia sẻ mới đây của ban lãnh đạo Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoá chất Đức Giang, dự án Tổ hợp Hoá chất Đức Giang - Nghi Sơn tại tỉnh Thanh Hoá sẽ được khởi công muộn nhất trong quý 2/2024. Dự án này đã được Hoá chất Đức Giang điều chỉnh tăng mạnh vốn đầu tư giai đoạn 1 từ 2,400 tỷ đồng lên 10,000 tỷ đồng, tổng mức đầu tư toàn dự án được giữ nguyên ở mức 12,000 tỷ đồng.

Khi đi vào hoạt động toàn bộ, dự án Tổ hợp Hoá chất Đức Giang - Nghi Sơn sẽ có sản lượng hàng năm là 150,000 tấn xút NaOH quy đặc 100%; 150,000 tấn nhựa PVC; 34,000 tấn bột tẩy trắng Ca (OCI)<sub>2</sub>; 1,000 tấn chất diệt khuẩn Chloramin B; 30,000 tấn chất xử lý nước PAC; 15,000 tấn axit HCl 31% và 10,000 tấn nước tẩy Javen 10%.

Chúng tôi ước tính tổ hợp này sẽ đóng góp khoảng gần 8,200 tỷ đồng doanh thu, lợi nhuận gộp khoảng 2,000 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 25% ở mức trung bình so với các doanh nghiệp sản xuất xút khác như CSV, HVT do DGC chưa có kinh nghiệm trong mảng sản xuất xút.

Sản phẩm chủ lực của tổ hợp Đức Giang-Nghi Sơn là sản phẩm xút vảy NaOH 98% và nhựa PVC. Đây đều là những loại hoá chất mà nguồn cung trong nước hiện chưa đáp ứng đủ nhu cầu. Đồng thời, dự án này có vị trí địa lý "đắc địa" khi nằm gần Cảng nước sâu Nghi Sơn và mỏ đá vôi (nguồn nguyên liệu chính cho sản phẩm nhựa PVC) trong khu vực có trữ lượng lớn.

China Caustic soda Spot Price (CNY/tấn)

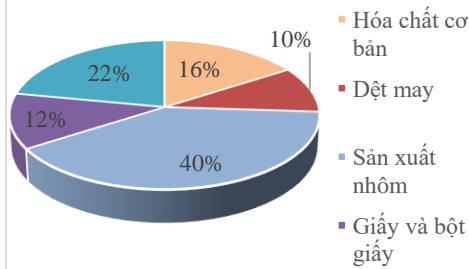


Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp



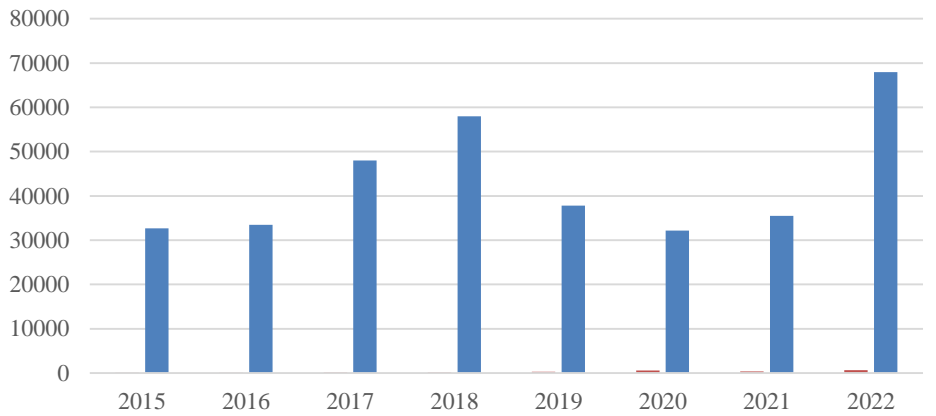


Cơ cấu tỷ trọng tiêu thụ xút



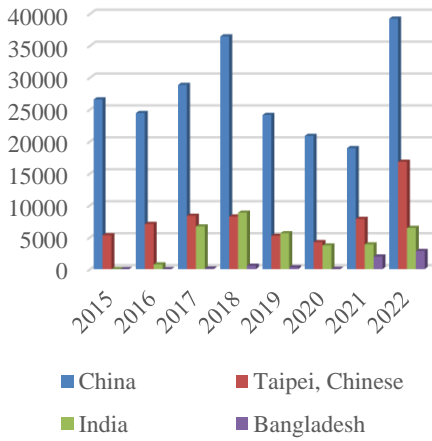
Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Xuất nhập khẩu Xút rắn (Nghìn USD)



Nguồn: Trademap, CSI tổng hợp

Nhập khẩu Xút rắn theo quốc gia (Nghìn USD)

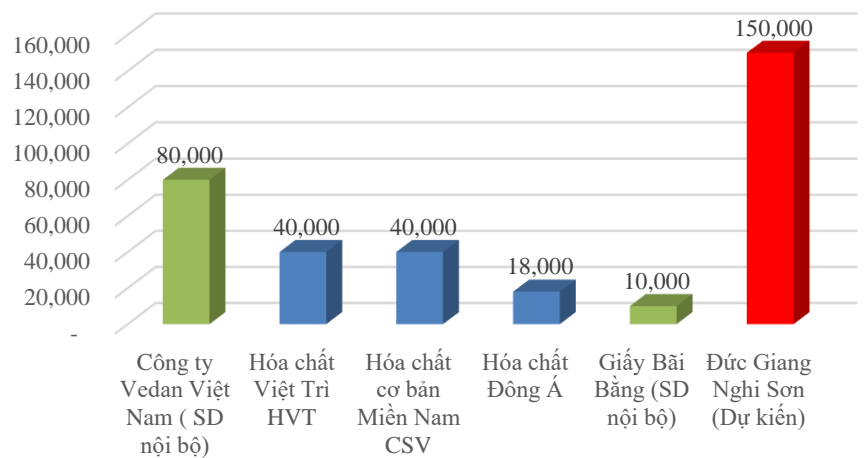


Nguồn: Trademap, CSI tổng hợp

Xút (NaOH) đóng vai trò quan trọng đời sống và sản xuất công nghiệp, được ứng dụng rộng rãi như: sản xuất nhôm, sản xuất giấy, bột giấy, dệt may và hóa chất cơ bản khác.

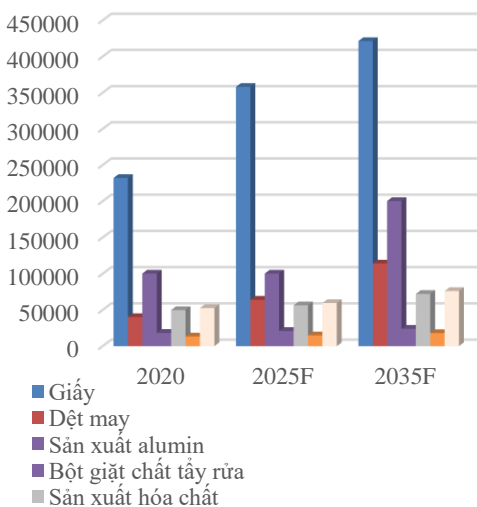
Công suất sản xuất xút tại Việt Nam hiện nay vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu trong nước và phụ thuộc vào nhập khẩu. Tính riêng năm 2022, Việt Nam đã nhập khẩu 68 triệu USD xút rắn và gần 77 triệu USD xút lỏng được nhập khẩu phần lớn tại Trung Quốc, Đài Loan, Ấn Độ, Bangladesh,...

Công suất sản xuất Xút tại Việt Nam (Nghìn tấn)



Nguồn: CSI tổng hợp

Dự báo nhu cầu xút (Tấn)



Nguồn: BCCL ngành hóa chất Việt Nam, CSI tổng hợp

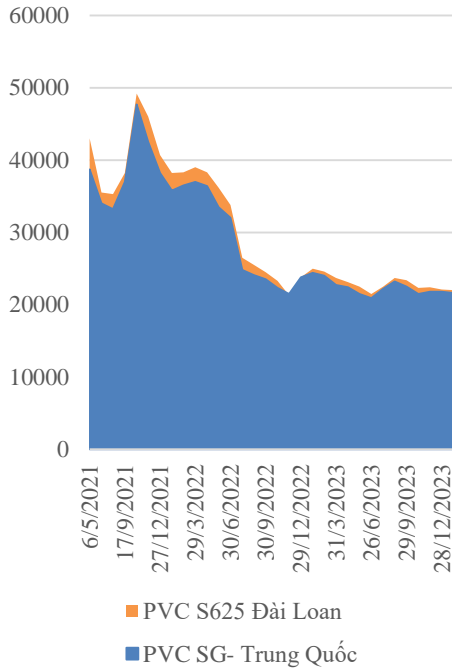
Việt Nam hiện có 6 nhà máy sản xuất xút với tổng công suất thiết kế đạt 188 nghìn tấn/năm. Trong đó vận hành thương mại chỉ bao gồm Hóa chất Việt Trì, Hóa chất cơ bản Miền Nam và Hóa chất Đông Á với tổng công suất là 98 nghìn tấn/năm. Hai nhà máy còn lại là Vedan Việt Nam và Giấy Bãi Bằng chỉ sử dụng nội bộ. Với công suất thiết kế 150 nghìn tấn/năm, Đức Giang trở thành doanh nghiệp sản xuất xút hàng đầu tại Việt Nam. Theo báo cáo chiến lược phát triển ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam đến 2030, tầm nhìn đến 2040, nhu cầu xút năm 2025 ước đạt 673,450 tấn/năm và có thể đạt gần 1 triệu tấn năm 2035.

Điểm cần xem xét đối với sản phẩm xút Đức Giang đó là DGC không tự chủ được nguyên liệu sản xuất xút là muối công nghiệp. Việt Nam hiện vẫn chưa tự sản xuất được muối công nghiệp và phụ thuộc nhập khẩu từ Ấn Độ. Sản phẩm xút của Đức Giang sẽ phải cạnh tranh với các sản phẩm xút nhập khẩu từ Trung Quốc, lợi thế cạnh tranh của các doanh nghiệp Việt Nam chỉ đến từ giá điện công nghiệp rẻ hơn Trung Quốc.



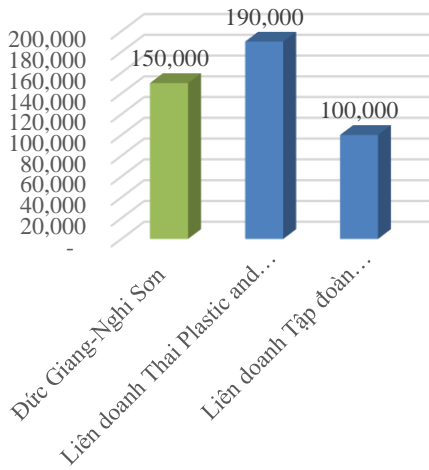


### Giá hạt nhựa PVC (Đồng/kg)



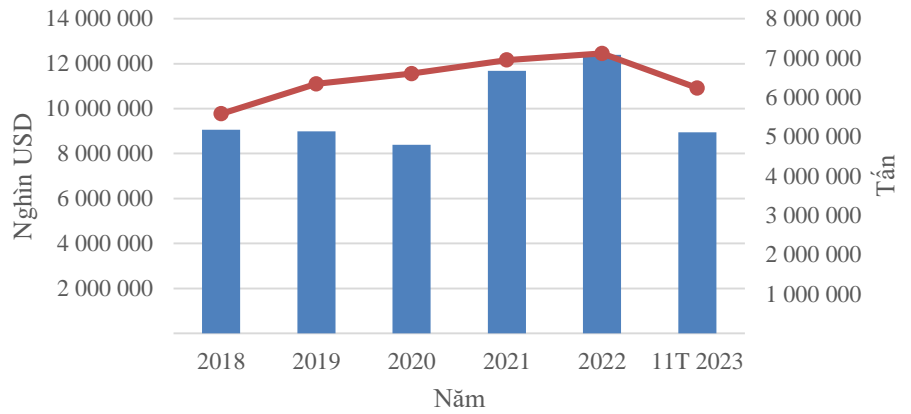
Nguồn: giahatnhua.com, CSI tổng hợp

### Công suất các nhà máy sản xuất hạt nhựa PVC (Nghìn tấn)



Nguồn: BCCL ngành hóa chất Việt Nam, CSI tổng hợp

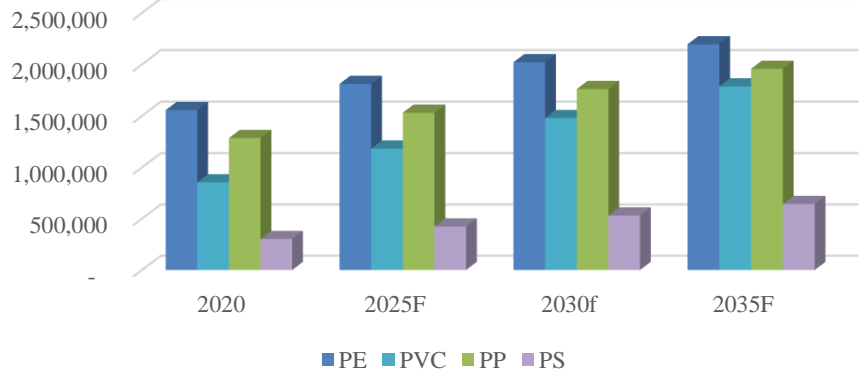
### Nhập khẩu hạt nhựa nguyên liệu



Nguồn: Tổng cục thống kê, CSI tổng hợp

Sản phẩm chính tiếp theo của dự án Đức Giang-Nghi Sơn là hạt nhựa PVC. Hạt nhựa PVC được ứng dụng rộng rãi trong đời sống, là nguyên liệu sản xuất các vật dụng hàng ngày như: dây, cáp điện, ống nước,... vì tính bền bỉ, dẻo dai, có khả năng chịu nhiệt, chịu lạnh, khó bị oxy hóa và giòn vỡ như một số loại nhựa phổ biến khác được sử dụng.

### Dự báo nhu cầu hạt nhựa (Tấn)



Nguồn: BCCL ngành hóa chất Việt Nam, CSI tổng hợp

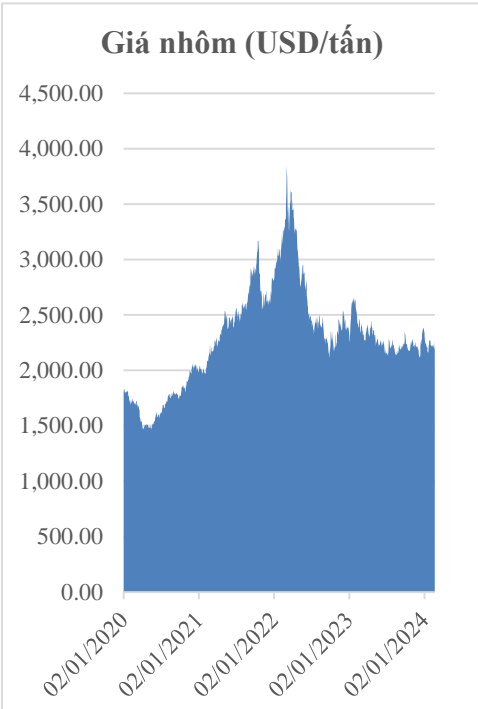
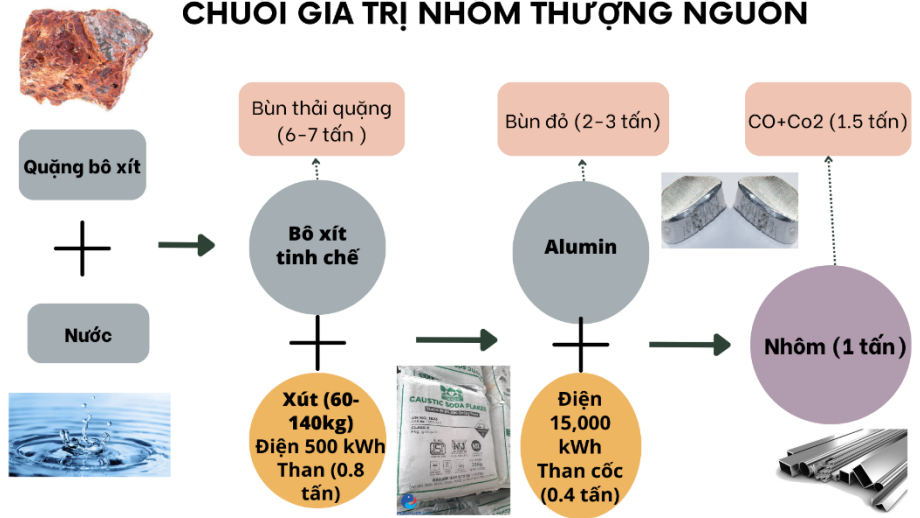
Tại Việt Nam hiện tại có 2 nhà máy sản xuất hạt nhựa PVC đều là các doanh nghiệp liên doanh. Nhà máy PVC thứ nhất thuộc liên doanh giữa tập đoàn TPC (Thai Plastic and Chemicals Public Company), Vinachem và Vinaplast. Công suất thiết kế ban đầu là 80,000 tấn/năm, sau tăng lên 190,000 tấn/năm. Nhà máy PVC thứ hai thuộc Liên doanh giữa Tập đoàn dầu khí Việt Nam (43% vốn), Công ty Dịch vụ và Cung ứng kỹ thuật Bà Rịa - Vũng Tàu (6,7% vốn) và Tập đoàn Petronas Malaysia (50,3% vốn). Nhà máy đi vào hoạt động từ tháng 1/2003 với công suất thiết kế 100,000 tấn/năm. Cả hai nhà máy trên sử dụng nguồn nguyên liệu là monome vinylchloride (VCM) nhập khẩu, do chính đối tác nước ngoài trong liên doanh đảm nhiệm nguồn cung cấp.

Ngoài nguồn cung từ 2 nhà máy trên, Việt Nam vẫn phụ thuộc chính và nguồn nhập khẩu, tính đến tháng 11/2023, Việt Nam nhập khẩu 6.2 triệu tấn nhựa nguyên liệu tương đương gần 9 triệu USD. Theo báo cáo chiến lược phát triển ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam đến 2030, tầm nhìn đến 2040, Trong giai đoạn tới nhu cầu nguyên liệu nhựa Việt Nam sẽ duy trì mức tăng trưởng 6%/năm đạt gần 1.5 triệu tấn PVC đến năm 2030 và gần 1.8 triệu tấn đến năm 2035.

### Kỳ vọng hoàn thiện chuỗi giá trị với đại dự án nhôm boxit tại Đắk Nông



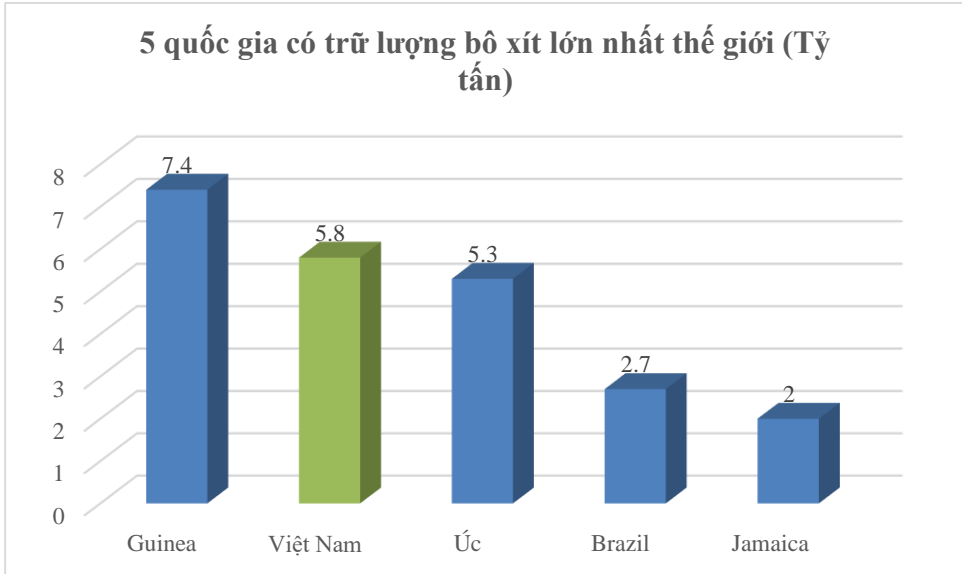
### CHUỖI GIÁ TRỊ NHÔM THƯỢNG NGUỒN



Nguồn: Investing.com, CSI tổng hợp

Theo báo cáo Mineral Commodity Summaries (MCS) 2023 của Cục Khảo sát địa chất Mỹ (USGS), hiện tại tổng trữ lượng quặng bô xít thế giới được ghi nhận là 31 tỷ tấn, trong đó Việt Nam có trữ lượng lớn thứ hai với 5.8 tỷ tấn.

Hiện nay, Đắk Nông là tỉnh có trữ lượng bô xít lớn nhất nước ta, chiếm khoảng 70% tổng trữ lượng cả nước (trữ lượng thăm dò ước tính 2.6 tỷ tấn). Đây cũng là tỉnh có trữ lượng quặng bô xít lớn nhất Đông Nam Á. Bô xít là một loại quặng nhôm, từ bô xít có thể tách ra alumin – nguyên liệu chính để luyện nhôm trong các lò điện phân. Do đó, bô xít được xem là nguồn tài nguyên lớn và là cơ sở để ngành công nghiệp nhôm phát triển lâu dài. Để sản xuất 1 tấn nhôm ước tính cần 10-12 tấn quặng bô xít nguyên khai. Tại Việt Nam, bô xít được khai thác từ các mỏ lộ thiên không sâu, có chi phí khai thác tương đối thấp chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 25%. Hiện tại Đức Giang vẫn đang trong quá trình xin giấy phép thực hiện dự án. Tổng vốn đầu tư dự án ước tính khoảng 57,000 tỷ đồng, dự kiến quy mô khai thác khoảng 14.4 triệu tấn quặng bô xít/năm, xây dựng 03 nhà máy tuyển quặng với công suất 5.8 triệu tấn quặng tinh/năm.



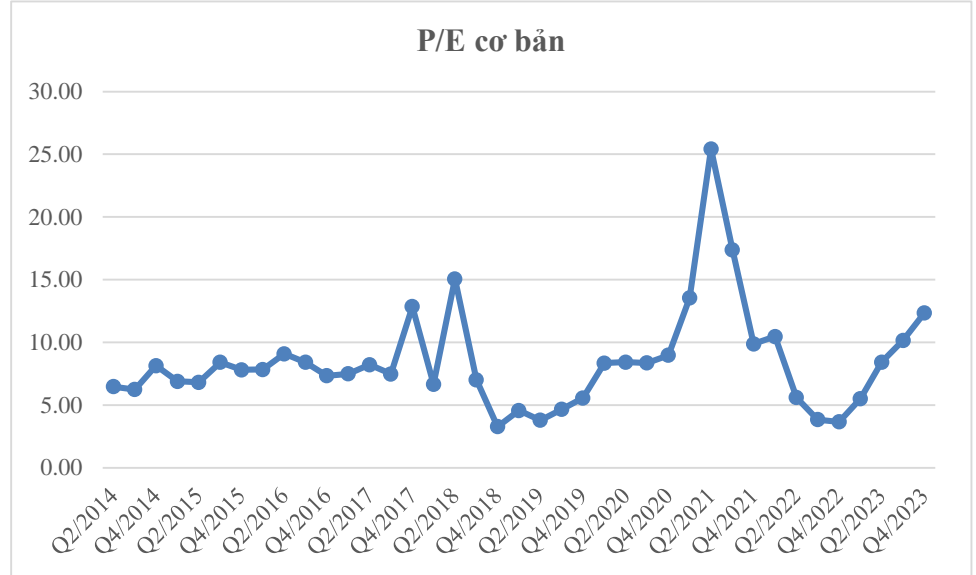
Nguồn: Mineral Commodity Summaries, CSI tổng hợp



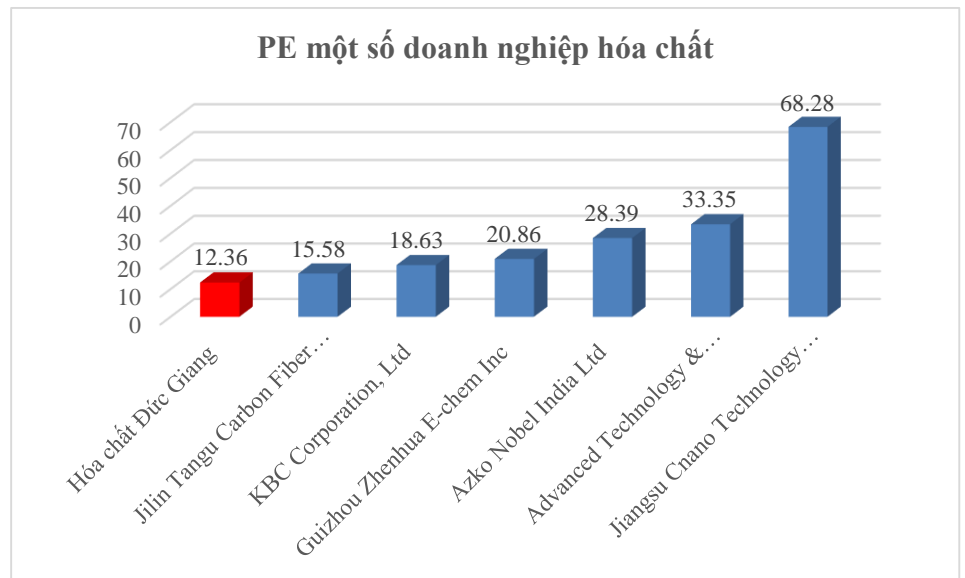
### ĐỊNH GIÁ

Để định giá hợp lý và khách quan giá trị cổ phiếu của DGC, chúng tôi sử dụng 2 phương pháp so sánh là FCFE và P/E với tỷ lệ lần lượt là 60% và 40%. Theo đó, chúng tôi đánh giá giá trị cổ phiếu DGC ở mức 106,500 đồng/cp cuối năm 2024.

### Phương pháp P/E lịch sử



Nhìn vào lịch sử P/E của DGC chúng ta có thể thấy tính chu kỳ tương đối lớn, kỳ vọng nhà đầu tư luôn theo diễn biến của giá Phốt pho vàng vốn biến động tương đối lớn. Dựa trên những dự báo về sản lượng, nhu cầu và giá thành của phốt pho vàng chúng tôi đưa ra mức P/E mục tiêu của DGC trong năm 2024 là 14 lần. Mức PE 14 lần là khá thận trọng nếu so với mức P/E trung bình của 6 doanh nghiệp hóa chất chúng tôi so sánh có sự tương đồng về khu vực và vốn hóa thị trường đang giao dịch ở mức 30 lần.



<b>P/E target</b>	<b>14</b>
<b>Price target</b>	<b>110,500</b>



**Phương pháp FCFF**

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFF với dòng tiền chiết khấu trong 5 năm với các giả định sau:

<b>Risk Free Rate</b>	<b>4%</b>
<b>Rm-Rf (Risk premium for use in the CAPM)</b>	<b>9.57%</b>
<b>Country Default Spread</b>	<b>3.22%</b>
<b>Beta</b>	<b>0.87</b>
<b>Ke</b>	<b>13.98%</b>
<b>Kd</b>	<b>5.01%</b>
<b>E/(D+E)</b>	<b>96%</b>
<b>D/(D+E)</b>	<b>4%</b>
<b>WACC</b>	<b>13.7%</b>
<b>Growth</b>	<b>2%</b>
<b>Price</b>	<b>103,800</b>

Trong phần dự phóng chúng tôi đã tính đến hợp nhất nhà máy phot pho 6 và đưa vào dự phóng dự án Đức Giang Nghi Sơn. Đối với dự án nhôm boxit tại Đắk Nông chúng tôi chưa đưa vào dự phóng do Đức Giang chưa trúng thầu dự án.

	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
<b>Doanh số thuần</b>	12,331,000	16,030,300	20,839,390	23,965,299
<b>Giá vốn hàng bán</b>	7,891,840	10,579,998	13,753,997	15,817,097
<b>Chi phí bán hàng</b>	653,543	849,606	1,104,488	1,270,161
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	197,296	256,485	333,430	383,445
<b>Thu nhập tài chính</b>	450,000	468,000	811,200	928,013
<b>Chi phí tài chính</b>	272,222	276,889	362,240	268,730
<b>Lợi nhuận ròng</b>	3,513,940	4,278,272	5,750,238	6,747,174
<b>Số lượng cổ phiếu lưu hành</b>	474,723,016	617,139,921	617,139,921	617,139,921
<b>EPS</b>	7,896	7,523	8,945	10,496

**Tổng hợp định giá**

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng
FCFF	<b>103,800</b>	<b>60%</b>
PE	<b>110,500</b>	<b>40%</b>

**Giá mục tiêu: 106,500**





Phụ lục

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023
<b>1. Hiệu quả hoạt động</b>					
Hệ số vòng quay tài sản	1.08	1.18	1.33	1.32	0.67
Hệ số vòng quay vốn CSH	1.54	1.66	1.84	1.68	0.85
Hệ số vòng quay khoản phải thu khách hàng	7.98	9.47	13.83	25.24	15.83
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	45.73	38.54	26.38	14.46	23.06
Hệ số vòng quay HTK	5.09	6.32	6.11	6.45	6.78
Thời gian trung bình xử lý HTK	71.71	57.75	59.71	56.61	53.80
Hệ số vòng quay khoản phải trả nhà cung cấp	24.30	35.58	15.52	15.24	24.39
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	15.02	10.26	23.51	23.94	14.97
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	102.42	86.03	62.58	47.12	61.89
<b>2. Chỉ số thanh toán</b>					
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.10	0.16	0.06	0.60	0.30
Hệ số thanh toán nhanh	0.60	0.63	0.41	0.95	0.63
Hệ số thanh toán hiện thời	1.78	1.90	2.74	4.27	3.57
<b>3. Sức khỏe tài chính</b>					
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản	0.16	0.20	0.10	0.03	0.09
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên VCSH	0.21	0.28	0.13	0.04	0.11
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên VCSH	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản	0.16	0.20	0.10	0.03	0.09
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH	0.21	0.28	0.13	0.04	0.11
Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	0.27	0.31	0.26	0.19	0.23
Tỷ lệ nợ phải trả trên VCSH	0.37	0.44	0.35	0.24	0.29
Tỷ lệ đòn bẩy	1.37	1.44	1.35	1.24	1.29
EBIT/ Lãi vay	20.94	49.77	186.04	340.84	90.34
EBITDA/ Lãi vay	30.06	63.28	206.43	357.06	101.48
<b>4. Khả năng sinh lợi</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.77%	23.72%	33.32%	46.73%	35.44%
Tỷ suất EBITDA	16.69%	20.11%	29.53%	43.50%	32.93%
Tỷ suất EBIT	11.63%	15.82%	26.62%	41.53%	29.31%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	11.77%	16.06%	27.61%	44.14%	35.87%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.23%	15.20%	26.32%	41.80%	33.34%
Tỷ suất lợi nhuận gộp trên Tổng tài sản	21.30%	27.91%	44.21%	61.58%	23.91%
Tỷ suất EBITDA trên Tổng tài sản	17.98%	23.67%	39.18%	57.32%	22.22%
Tỷ suất EBIT trên Tổng tài sản	12.52%	18.62%	35.31%	54.71%	19.78%
Tỷ suất EBT trên Tổng tài sản	13.27%	19.27%	36.83%	58.32%	24.42%
ROA	11.99%	17.11%	33.18%	50.76%	21.52%
ROE	17.80%	26.21%	47.82%	73.05%	29.49%
ROIC	0.67%	1.17%	1.98%	3.79%	1.83%
Tỷ suất thuế TNDN thực tế	4.59%	5.32%	4.68%	5.31%	7.05%
<b>5. Chỉ số dòng tiền</b>					
Dòng tiền hoạt động/ Tổng nợ	0.67	0.59	1.20	2.31	0.52
Dòng tiền / doanh thu	-0.03	-0.01	-0.01	0.02	0.15
Dòng tiền tự do / thu nhập hoạt động	-0.23	-0.08	-0.03	0.04	0.53





Dòng tiền tự do trên tài sản	-0.03	-0.02	-0.01	0.02	0.10
Dòng tiền tự do trên VCSH	-0.04	-0.02	-0.02	0.03	0.13
Dòng tiền tự do/ CAPEX	-1.21	-0.33	-0.35	1.69	5.95
<b>6. Chỉ số tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu thuần YoY	-16.41%	22.51%	53.14%	51.24%	-32.51%
Tăng trưởng lãi gộp	-26.12%	46.97%	115.14%	112.12%	-48.82%
Tăng trưởng EBITDA YoY	-26.23%	47.66%	124.86%	122.78%	-48.91%
Tăng trưởng EBIT YoY	-36.97%	66.68%	157.66%	135.97%	-52.36%
Tăng trưởng LN trước thuế	-33.92%	67.15%	163.36%	141.77%	-45.15%
Tăng trưởng phải thu YoY	-20.07%	32.42%	-15.99%	-18.45%	39.61%
Tăng trưởng Hàng tồn kho	1.46%	-13.75%	98.87%	-27.87%	-14.48%
Tăng trưởng Vay ngắn hạn	-35.12%	56.29%	-26.73%	-44.46%	183.99%
Tăng trưởng Vay dài hạn					
Tăng trưởng chi phí SGA YoY	-2.06%	18.84%	30.00%	17.46%	-20.61%
Tăng trưởng tài sản YoY	-0.17%	24.45%	45.00%	57.33%	15.56%
Tăng trưởng VCSH YoY	20.00%	15.00%	15.00%	121.99%	0.00%
Tăng trưởng CFO YoY	50.10%	26.71%	144.14%	126.63%	-69.49%
<b>7. Chỉ số định giá</b>					
Vốn hóa (Tỷ VND)	6,817.46	19,220.69	9,734.48	34,749.80	37,484.22
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ VND)	7,424.95	20,087.34	10,707.77	34,064.40	38,155.59
BVPS	25,695.09	26,289.39	35,519.33	27,519.16	30,531.18
Doanh số/ Cổ phiếu	39,351.24	41,921.14	55,823.91	38,032.91	25,667.39
EPS cơ bản	4,136.28	5,764.73	13,202.57	14,653.26	8,185.68
EPS pha loãng	4,380.52	6,094.60	13,202.57	14,653.26	8,185.68
Dòng tiền tự do/ Cổ phiếu	5,261.20	14,567.43	-517.05	682.29	3,970.26
P/B	2.05	4.91	1.60	3.32	3.23
P/E cơ bản	12.74	22.41	4.31	6.24	12.06
P/E pha loãng	12.03	21.20	4.31	6.24	12.06
P/S	1.34	3.08	1.02	2.41	3.85
Giá trị doanh nghiệp/ Doanh thu	1.46	3.22	1.12	2.36	3.91
Giá trị doanh nghiệp/ EBITDA	8.74	16.01	3.80	5.42	11.89
Giá trị doanh nghiệp/ EBIT	12.54	20.36	4.21	5.68	13.35
Tỷ suất cổ tức	2.85%	1.16%	1.76%		3.04%

Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp





## LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:

Email: [csi.research@vncsi.com](mailto:csi.research@vncsi.com) - Tel: (+84) 24 3926 0099 (109)

**Người thực hiện: Lương Văn Sơn**

Chuyên viên phân tích

Email: [sonlv@vncsi.com.vn](mailto:sonlv@vncsi.com.vn)

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

### Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

**Lê Anh Tùng**

Chuyên viên phân tích

Email: [tungla@vncsi.com.vn](mailto:tungla@vncsi.com.vn)

### Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

**Lưu Chí Kháng**

Trưởng phòng Phân tích

Email: [khanglec@vncsi.com.vn](mailto:khanglec@vncsi.com.vn)

**Lương Văn Sơn**

Chuyên viên phân tích

Email: [sonlv@vncsi.com.vn](mailto:sonlv@vncsi.com.vn)

**Phạm Thị Mai Anh**

Trợ lý TTNC

Email: [anhptm@vncsi.com.vn](mailto:anhptm@vncsi.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng.

Các nhận định trong bản báo cáo này dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hoặc sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ thông tin hoặc ý kiến của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

## TRỤ SỞ CSI

Tầng 11, Tòa nhà TNR, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099 Website: <https://www.vncsi.com.vn>