Ngành: Hoá chất| BSC RESEARCH

CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG - CTCP (HSX: DGC)
Điểm nhấn Nghi Sơn trong bối cảnh nhu cầu Hoá chất phục hồi

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hiện tại:	120,700
Giá mục tiêu trước:	100,000
Giá mục tiêu mới:	147,100
Tỷ suất cổ tức	2%
Tiềm năng tăng giá	**24%**

Ngày viết báo cáo:	27/03/2024
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	380
Vốn hóa (tỷ VND)	45,460
Thanh khoản BQ 30n (Triệu):	4.03
Sỡ hữu nước ngoài	13.53%

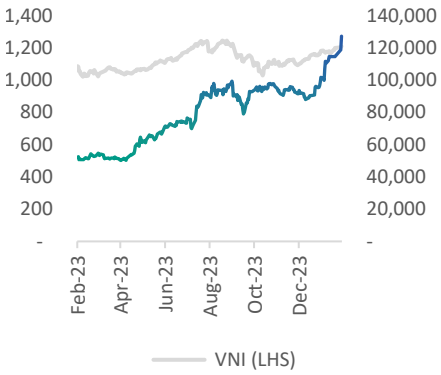
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Đào Hữu Huyền	18.4%
Ngô Thị Ngọc Lan	6.6%
Đào Hữu Kha	6.0%
Nguyễn Thị Hồng Lan	3.8%

Bộ phận Research:

Lưu Thuỳ Linh
(Phân bón – Hoá chất, Dầu khí)
Linhlt2@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DGC với giá trị hợp lý năm 2025F là **147,100 VND/CP** (Upside 24% so với giá đóng cửa ngày 27/03/2024) chủ yếu do chúng tôi dời giá mục tiêu sang năm 2025F với P/E mục tiêu 2025F = 12.x tương đương mức trung vị 5 năm và P/E 2024F = 14.9x;

Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội để tích luỹ DGC trong bối cảnh lãi suất duy trì mức thấp do: **(1)** lợi nhuận của DGC đang ở vùng đáy và dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng 2023 – 2025 đạt CAGR 22%; **(2)** vị thế DGC sẽ gia tăng đáng kể khi dự án Nghi Sơn – Đức Giang đi vào hoạt động, đánh dấu bước đầu tham gia chế biến sâu hơn các sản phẩm hoá chất và **(3)** DGC là doanh nghiệp đầu ngành, tích cực mở rộng thông qua việc M&A;

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC dự phóng **doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt 12,084 tỷ VND (+24% YoY) và 3,733 tỷ VND (+20% YoY)** dựa trên các giả định:

(1) Doanh thu P4 vàng tăng +37% YoY nhờ: ASP và sản lượng lần lượt tăng +5% YoY và +31% YoY;

(2) Doanh thu axit Phosphoric tăng +19% YoY nhờ: giả định doanh thu WPA/H3PO4 lần lượt tăng +15% YoY/+22% YoY;

(3) Doanh thu DAP/MAP +40% YoY nhờ: ASP tăng +10% YoY và sản lượng tăng +28% YoY

Năm 2025, BSC dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt 14,450 tỷ VND (+20% YoY) và 4,644 tỷ VND (+24% YoY) dựa trên các giả định:

(1) Doanh thu P4 vàng tăng +16% YoY nhờ: ASP và sản lượng lần lượt tăng +5% YoY và +10% YoY;

(2) Dự án Nghi Sơn – Đức Giang vận hành 50% công suất với doanh thu đạt 971 tỷ VND và biên lợi nhuận gộp đạt 36.8%.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

KQKD 2023: DTT và LNST lần lượt đạt 9,748 tỷ VND (-33% YoY) và 3,250 tỷ VND (-46% YoY), chủ yếu do giá bán các sản phẩm chính giảm khiến doanh thu giảm, cụ thể: **(1)** Phốt pho vàng -43% YoY; **(2)** WPA -28% YoY và **(3)** phân bón: -12% YoY.

Kế hoạch kinh doanh 2024 thận trọng: DGC đặt kế hoạch DTT và LNST lần lượt đạt 10,202 tỷ VND (+5% YoY) và 3,100 tỷ VND (-4% YoY), đạt 85% dự báo BSC.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ *(tham khảo báo cáo gần nhất tại đây)*

(1) Lợi nhuận tạo đáy, triển vọng phục hồi tươi sáng hơn nhờ sản lượng phốt pho vàng phục hồi, dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng 2023 – 2025 đạt CAGR 22%;

(2) Nghi Sơn – Đức Giang là điểm nhấn cho tăng trưởng giai đoạn 2023F – 2026F, đóng góp 36% tăng trưởng lợi nhuận 2025F;

(3) Củng cố vị thế đầu ngành hoá chất thông qua các cơ hội M&A;

RỦI RO

- Rủi ro giá bán và sản lượng phốt pho thấp hơn dự báo;
- Rủi ro pháp lý: sự cố môi trường tiềm ẩn; Rủi ro về chính sách thuế

Chỉ số	2023	2024F	2025F	VNIndex
PE (x)	11.6	12.7	10.2	16.77
PB (x)	3.0	3.2	2.6	1.86
PS (x)	3.7	3.9	3.3	1.42
ROE (%)	38%	30%	30%	12.35%
ROA (%)	30%	24%	25%	1.97%

KQKD	2022	2023	2024F	2025
Doanh thu thuần	14,444	9,748	12,084	14,450
Lợi nhuận gộp	6,750	3,440	4,355	5,362
NPATMI	5,903	3,100	3,733	4,644
EPS	13,774	7,673	9,829	12,229
Tăng trưởng EPS	5%	-44%	28%	24%

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Kết quả kinh doanh của DGC quý 4 và cả năm 2023

Tỷ đồng	Q4.2023	Q4.2022	%YoY	2023	2022	%YoY
DT thuần	**2,388**	**3,112**	**-23%**	**9,748**	**14,444**	**-33%**
Giá vốn	(1,603)	(1,822)	-12%	(6,308)	(7,694)	-18%
Lãi gộp	**784**	**1,289**	**-39%**	**3,440**	**6,750**	**-49%**
DT tài chính	194	198	-2%	739	533	39%
CP tài chính	(36)	(75)	-53%	(98)	(150)	-34%
Lãi vay	(8)	(6)	23%	(32)	(18)	82%
Lãi từ CTLK	-	-		-	-	
CP BH	(95)	(157)	-39%	(436)	(600)	-27%
CP QLDN	(49)	(55)	-10%	(159)	(152)	4%
Lãi từ HĐKD	**798**	**1,200**	**-33%**	**3,487**	**6,382**	**-45%**
TN khác, ròng	0	(5)	-102%	(4)	(6)	-30%
LNTT	799	1,195	-33%	3,485	6,376	-45%
Thuế	53	71	-26%	243	339	-28%
LNST	**746**	**1,124**	**-34%**	**3,242**	**6,037**	**-46%**
CĐTS	26	91	-71%	142	472	-70%
LNST-CĐTS	**720**	**1,032**	**-30%**	**3,100**	**5,565**	**-44%**
Chỉ số						
Biên LNG	33%	41%	-8.6đpt	35%	47%	-11.4đpt
Biên LNR	30%	33%	-3.0đpt	32%	39%	-6.7đpt
SG&A/DT	6%	7%	-0.7đpt	6%	5%	+0.9đpt

Nhận xét

KQKD Q4/2023:
- Doanh thu thuần đạt: 2,388 tỷ VND (-23% YoY, -3%QoQ), chủ yếu do giá bán bình quân giảm svck;
- Lợi nhuận gộp đạt 784 tỷ VND (-23% YoY, -7% QoQ), biên lợi nhuận gộp đạt 33% giảm -9% svck;
- Trong quý 4, doanh nghiệp đẩy mạnh tiết giảm chi phí nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động. Chi phí tài chính, chi phí bán hàng và QLDN Q4/2023 lần lượt giảm -53% YoY, -39% YoY, -10% YoY;

Tổng kết lại, Lợi nhuận sau thuế Q4/2023 đạt 746 tỷ VND (-34% YoY, -7%QoQ)

KQKD luỹ kế năm 2023:
- Doanh thu thuần đạt: 9,748 tỷ VND (-33% YoY), chủ yếu do giá bán các sản phẩm trong nước và thế giới giảm, cụ thể:

(1) Phốt pho vàng doanh thu giảm 43% svck;
(2) WPA: doanh thu giảm 28% svck;
(3) phân bón các loại: doanh thu giảm 12% svck.

- Lợi nhuận gộp đạt 3,455 tỷ VND (-49% YoY), biên lợi nhuận gộp đạt 35% giảm -11% svck
- Lợi nhuận hoạt động tài chính đạt 641 tỷ VND, tăng 67% svck nhờ: **(1)** Lãi tiền gửi tăng và **(2)** Lỗ chênh lệch tỷ giá giảm;
- Chi phí bán hàng đạt 436 tỷ VND (-27% YoY)

Tổng kết lại, **Lợi nhuận sau thuế 2023 đạt 3,250 tỷ VND (-46% YoY)**

Nguồn: DGC, BSC Research

Bảng: Cập nhật doanh thu các sản phẩm chính của DGC

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	2023	%YoY	Q4/2023	%YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	**9,748**	**-33%**	**2,388**	**-23%**	Doanh thu năm 2023 giảm -33% từ mức nền cao 2022 chủ yếu do giá bán bình quân các sản phẩm chính giảm -28% đến -38% YoY. Điểm sáng đến từ mảng H3PO4 tăng +43% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ tăng +99% YoY. Bên cạnh đó, DGC cũng tích cực tiết giảm chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp, đạt 594 tỷ VND tương ứng giảm -21% svck.
Phốt pho vàng	3,692	-54%	818	-43%	
WPA	1,275	-28%	408	12%	
H3PO4	2,166	43%	571	-8%	
Phân bón, Bột giặt & chất tẩy rửa khác	2,616	-18%	590	-13%	
Lợi nhuận gộp	**3,440**	**-49%**	**784**	**-39%**	
Chi phí bán hàng & QLDN	(594)	-21%	(43)	-47%	
Tỉ lệ CPBH&QLDN/DTT	6.1%	+1bsp	1.8%	-1bsp	
Lợi nhuận từ HĐKD	**3,487**	**-45%**	**798**	**-33%**	
LNST - CĐTS	**3,100**	**-47%**	**720**	**-30%**	
% Biên lợi nhuận ròng	32%	-9bsp	30%	-3bsp	

Nguồn: DGC, BSC Research

Kế hoạch kinh doanh 2024 – kế hoạch tương đối thận trọng, doanh thu tăng trưởng +5% svck

Bảng: Kế hoạch kinh doanh một số sản phẩm chính của DGC năm 2024

Kế hoạch 2024	Sản lượng	Giá bán bình quân	Doanh thu	DT KH2024/ TH 2023
Sản phẩm	Tấn	Triệu VND/ tấn	Tỷ VND	%YoY
Photpho vàng	43,000	96	4,128	12%
H3PO4 (85%)	81,500	24	1,985	-8%
WPA 50%	100,000	10	1,032	-19%
Phân DAP	40,000	14	560	32%
Phân MAP	40,000	13	520	25%
Phân NPK	14,000	9	132	1367%
Supe lân các loại	150,000	3	450	-11%
Phụ gia DCP	85,000	8	722	-1%
Phụ gia MCP	6,000	12	72	20%
Các sản phẩm khác			601	27%
Tổng cộng			**10,202**	5%

Nguồn: DGC, BSC Research

DGC đặt kế hoạch doanh thu thuần 2024 đạt 10,202 tỷ VND (+5% YoY), trong đó: Photpho vàng, phân DAP, MAP lần lượt tăng +12%/+32%/+25% svck bù đắp lại mảng H3PO4 và WPA giảm -8%/-19% svck.

Chúng tôi cho rằng kế hoạch kinh doanh 2024 của DGC tương đối thận trọng, đạt 85% so với ước tính của BSC, chủ yếu do: **(1)** kế hoạch giá bán bình quân các sản phẩm chính thấp hơn và **(2)** kế hoạch tiêu thụ H3PO4/WPA thấp hơn so với ước tính của chúng tôi lần lượt -13% và -25%. Với triển vọng hóa chất phục hồi, chúng tôi kỳ vọng giá bán các sản phẩm chính tăng 5 -10% svck đồng thời nhu cầu axit phosphoric duy trì mức cao tương đương cùng kỳ.

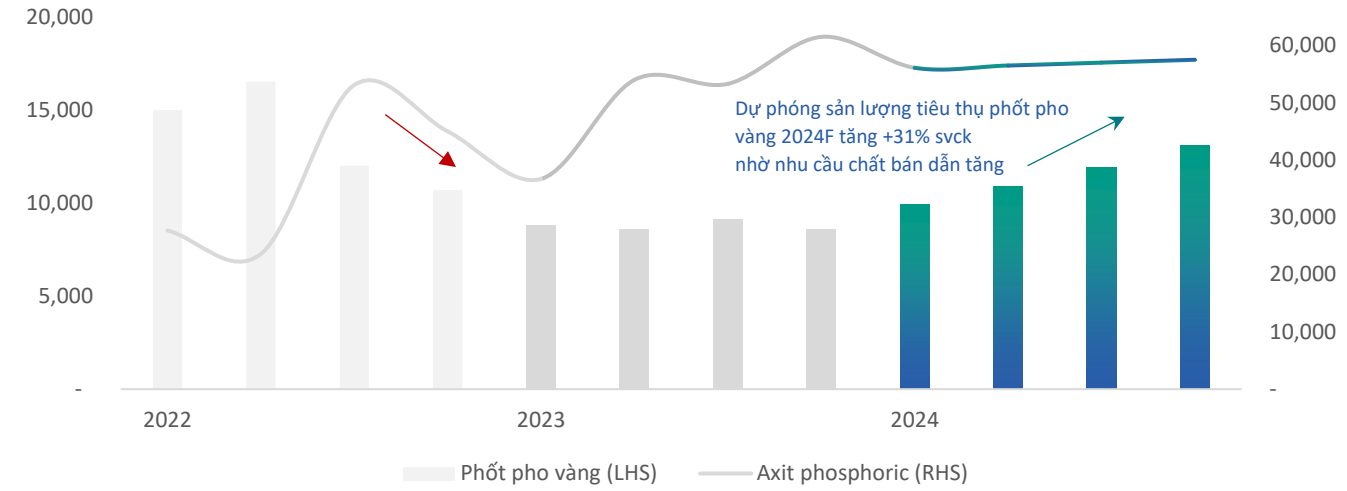
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Lợi nhuận tạo đáy, triển vọng phục hồi tươi sáng hơn nhờ sản lượng phốt pho vàng phục hồi và axit phosphoric duy trì mức cao, dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng 2023 – 2025 đạt CAGR 22%

Lợi nhuận tạo đáy năm 2023 do sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng giảm về mức thấp nhất kể từ năm 2020

Do tồn kho ở mức cao và nhu cầu trì trệ, sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng năm 2023 giảm -28% YoY về mức 35,000 tấn, mức thấp nhất kể từ năm 2020. Với áp lực hàng tồn kho giảm, cùng triển vọng phục hồi ngành bán dẫn, BSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng đã tạo đáy trong năm 2023 và sẽ phục hồi mạnh trong năm 2024F đạt 45,800 tấn (+31% YoY).

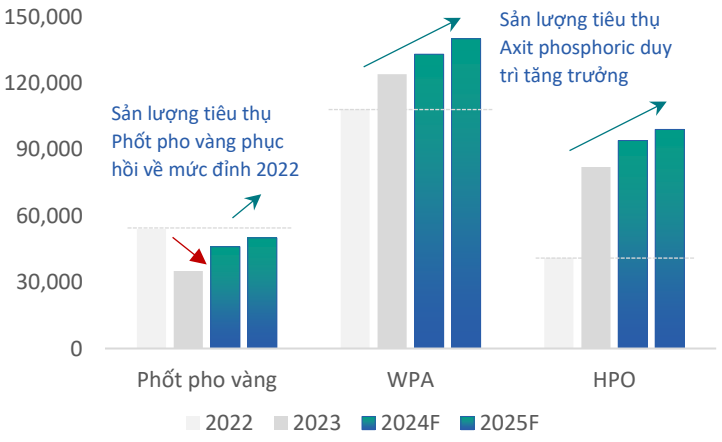
Hình: BSC dự báo sản lượng tiêu thụ Phốt pho vàng tăng từ mức nền thấp 2023 (+31% YoY) và sản lượng tiêu thụ axit phosphoric duy trì mức cao



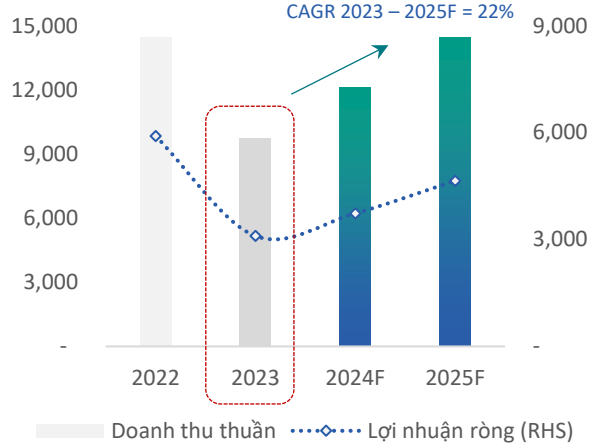
Nguồn: BSC Research ước tính

Dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng 2023 – 2025 đạt CAGR 22% nhờ nhu cầu chất bán dẫn cải thiện thúc đẩy sản lượng phốt pho vàng phục hồi từ mức nền thấp và axit phosphoric duy trì mức cao

Hình: Dự phóng sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2023 – 2025F: phốt pho vàng phục hồi về mức đỉnh 2022 và axit phosphoric duy trì đà tăng trưởng



Hình: Tỷ lệ tăng trưởng kép lợi nhuận ròng giai đoạn 2023 – 2025F dự báo đạt 22%

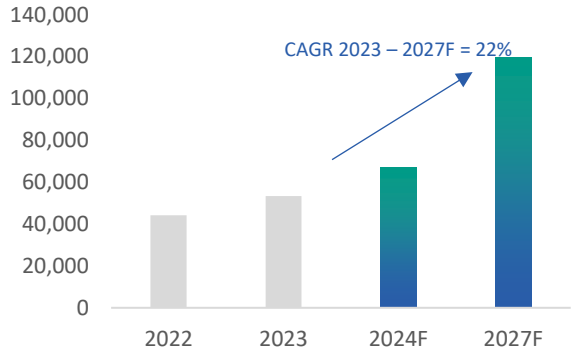


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Theo ước tính, **nhu cầu tiêu thụ phốt pho phục vụ sản xuất chất bán dẫn chiếm tới 40% doanh thu mảng phốt pho của DGC năm 2023.** Với triển vọng nhu cầu bán dẫn phục hồi, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận DGC đã tạo đáy trong năm 2023 và dự báo sản lượng tiêu thụ Phốt pho vàng và axit Phosphoric của DGC sẽ tăng trưởng với CAGR lần lượt đạt 19% và 8% giai đoạn 2023 – 2025F. Cùng với giả định dự án Nghi Sơn – Đức Giang đi vào hoạt động trong năm 2025 *(chi tiết Luận điểm 2)* chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận ròng DGC giai đoạn này sẽ đạt CAGR = 22%.

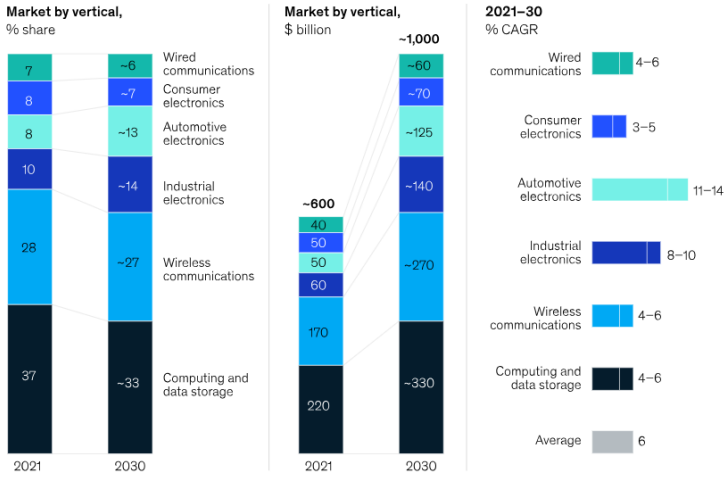
Nhu cầu chất bán dẫn được dự báo tăng trưởng với CAGR 10 – 14% nhờ động lực mới AI và mảng sản xuất công nghiệp, ô tô

Hình: Dự báo doanh thu bán dẫn AI 2027F sẽ tăng trưởng "gấp đôi" so với 2023 (Triệu USD)'



Nguồn: Gartner, BSC Research

Hình: Nhu cầu chất bán dẫn tăng trưởng mạnh đến từ công nghiệp, ô tô với CAGR 10% - 14% giai đoạn 2021 - 2030

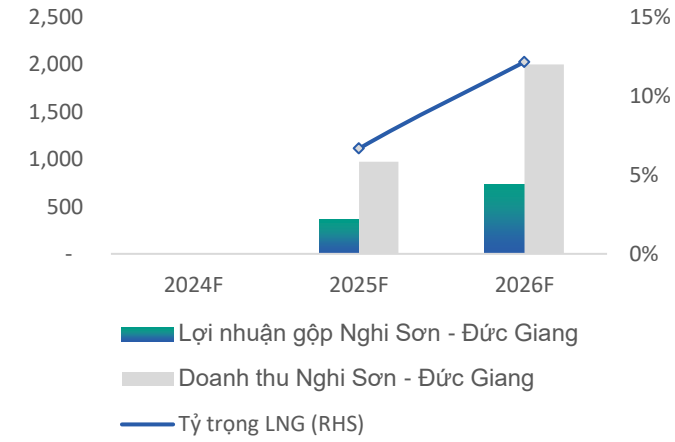


Nguồn: McKinsey & Company

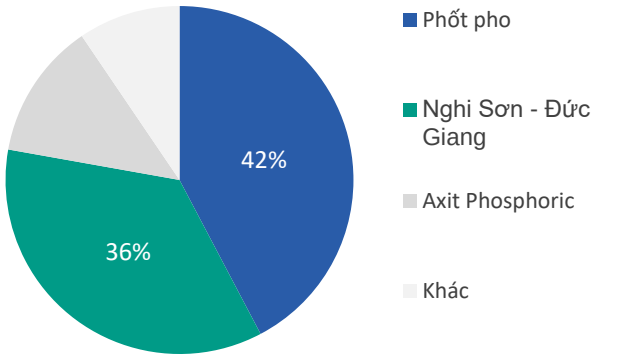
Doanh số chất bán dẫn toàn cầu cuối năm 2023 đã tăng 20% so với mức đáy 1H/2023 cho thấy nhu cầu các sản phẩm bán dẫn tăng lên, được dẫn dắt bởi xu hướng mới là các sản phẩm phục vụ trí tuệ nhân tạo (AI).
Theo nghiên cứu mới nhất từ Gartner, Inc trong ngắn hạn, động lực nhu cầu chất bán dẫn đến từ các các lĩnh vực như công nghiệp, ô tô và AI với mức tăng trưởng nhu cầu dự đoán lần lượt là 10%, 14% và 22%. Doanh thu bán dẫn AI sẽ tiếp tục tăng trưởng hai con số trong giai đoạn 2023 - 2027, tăng 25.6% vào năm 2024 lên 67.1 tỷ USD.

2. Nghi Sơn – Đức Giang là điểm nhấn cho tăng trưởng giai đoạn 2023F – 2026F, đóng góp 36% tăng trưởng lợi nhuận 2025F

Hình: Dự báo Nghi Sơn – Đức Giang sẽ vận hành 50% công suất trong năm 2025F và 100% công suất năm 2026F



Hình: Tỷ lệ đóng góp tăng trưởng lợi nhuận 2025F



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

DGC dự kiến khởi công dự án Nghi Sơn – Đức Giang giai đoạn 1 vào tháng 06/2024, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ hoạt động từng phần và đạt công suất 50% trong năm 2025 và hoạt động 100% công suất trong 2026 đóng góp doanh thu thuần và lợi nhuận gộp lần lượt đạt: 971 tỷ VND/ 2,000 tỷ VND doanh thu và 358 tỷ VND/737 tỷ VND trong giai đoạn 2025F – 2026F *(tương ứng đóng góp 8%/15% dự phóng lợi nhuận gộp giai đoạn này).*

BSC cho rằng việc khởi động dự án Nghi Sơn – Đức Giang đánh dấu bước tiến mới của DGC trong việc sản xuất các sản phẩm chế biến sâu, đa dạng hoá sản phẩm và đóng góp vào tăng trưởng giai đoạn 2023 – 2026F.

Bảng: Các sản phẩm chính của Nghi Sơn – Đức Giang giai đoạn 1

STT	Tên sản phẩm	Công thức	Sản lượng (tấn)	Mức đầu tư (Tr. VND)
1	Natri hydroxit 98%	NAOH 98%	50,000	600,000
2	Axit Chlohydric 35%	HCl 35%	15,000	100,000
3	Polyaluminum chloride 30%	PAC 30%	20,000	30,000
4	Calcium hypochlorite 70%	CA(Ocl)2 70%	20,000	40,000
5	Javen 30%	Javen 30%	10,000	5,000
6	Khí Clo (lỏng) 99%	Cl2 (lỏng) 99%	2,000	4,000
7	Axit Phosphoros (H3PO3)	H3PO3	10,000	150,000
8	Chloramin B	Chloramin B	2,000	150,000
	Cộng			**1,079,000**
**Cập nhật kế hoạch dự án năm 2020*			*Nguồn: DGC, BSC Research*	

3. Củng cố vị thế đầu ngành hoá chất thông qua các cơ hội M&A;

DGC đã mua lại CTCP Phốt pho 6 qua đó tăng công suất Phốt pho vàng thêm 9,800 tấn/năm, tương ứng tăng +16% tổng công suất. Thông qua việc nâng công suất Phốt pho vàng, DGC đặt mục tiêu tạo chuỗi sản phẩm chế biến sâu các sản phẩm từ Phốt pho như: axit phosphoric, STPP, … từ đó tăng doanh thu và lợi nhuận cho tập đoàn.

Ngoài ra, DGC cũng mua lại CTCP Ắc quy Tia Sáng (TSB) với kế hoạch bước chân vào thị trường sản xuất pin Lithium từ Phốt pho, sản phẩm quan trọng trong lĩnh vực xe điện đầy tiềm năng.

Với đặc thù rào cản gia nhập ngành lớn BSC cho rằng việc DGC tích cực tìm kiếm các cơ hội M&A cùng với năng lực quản trị tốt và tối ưu hoạt động sản xuất sẽ củng cố vị thế đầu ngành của DGC. Bên cạnh đó, việc tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị từ khâu đầu vào đến sản xuất, chế biến sản phẩm đầu ra sẽ gia tăng lợi nhuận và lợi thế cạnh tranh của DGC so với các doanh nghiệp hóa chất cùng ngành.

RỦI RO

- Rủi ro giá bán và sản lượng phốt pho thấp hơn dự báo;
- Rủi ro pháp lý: sự cố môi trường tiềm ẩn.
- Rủi ro về chính sách thuế

BSC đánh giá rằng rủi ro liên quan đến chính sách thuế là **(i)** rủi ro lớn và ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của Tập đoàn và **(ii)** rất khó để dự đoán được rủi ro này trong tương lai. Trong quá khứ, tỉnh Lào Cai đã từng đề xuất tăng thuế xuất khẩu Phốt pho vàng từ 5% lên 20% (đề xuất không được thông qua) và có ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024

Năm 2024, BSC dự phóng **doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt 12,084 tỷ VND (+24% YoY) và 3,733 tỷ VND (+20% YoY)** dựa trên các giả định:

(1) **Doanh thu P4 vàng tăng +37% YoY nhờ**: ASP và sản lượng lần lượt tăng +5% YoY và +31% YoY;

(2) Doanh thu axit Phosphoric tăng +19% YoY nhờ: giả định doanh thu WPA/H3PO4 lần lượt tăng +15% YoY/+22% YoY;

(3) Doanh thu phân bón DAP và MAP tăng +40% YoY nhờ: ASP tăng 10% YoY và sản lượng tăng +28%

Năm 2025, BSC dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt 14,450 tỷ VND (+20% YoY) và 4,644 tỷ VND (+24% YoY) dựa trên các giả định:

(1) **Doanh thu P4 vàng tăng +16% YoY nhờ**: ASP và sản lượng lần lượt tăng +5% YoY và +10% YoY;

(2) Doanh thu axit Phosphoric tăng +8% YoY nhờ: giả định doanh thu WPA/H3PO4 tăng +8% YoY;

(3) Doanh thu phân bón DAP và MAP tăng +8% YoY nhờ: ASP tăng 3% YoY và sản lượng tăng +5%;

(4) **Dự án Nghi Sơn – Đức Giang vận hành 50% công suất** với doanh thu đạt 971 tỷ VND và biên lợi nhuận gộp đạt 36.8%.

Bảng: Tóm tắt ước tính KQKD DGC 2024F – 2025F

Đơn vị: Tỷ VND	2023	2024F cũ	2024F mới	2025F	% thay đổi dự phóng 2024	%YoY 2024F	%YoY 2025F
Doanh thu thuần	**9,761**	**13,187**	**12,084**	**14,450**	-8%	24%	20%
Trong đó:							
▪ DT Phốt pho vàng	3,692	5,739	5,065	5,850	-12%	37%	16%
▪ DT Axit Phosphoric (WPA và HPO)	3,441	3,760	4,097	4,431	9%	19%	8%
▪ DT phân bón DAP và MAP	841	1,562	1,174	1,270	-25%	40%	8%

Nguồn: DGC, BSC Research

Bảng: Dự phóng kết quả kinh doanh 2024F – 2025F

	2023	2024F cũ	2024F mới	2025F	%Thay đổi dự phóng 2024F	%YoY 2024F	%YoY 2025F
Doanh thu thuần	**9,748**	**13,187**	**12,084**	**14,450**	-8%	24%	20%
Giá vốn hàng bán	-6,308	-7,739	-7,729	-9,088	-2%	23%	18%
Lợi nhuận gộp	**3,440**	**5,448**	**4,355**	**5,362**	-17%	27%	23%
Biên LNG	35%	41%	36%	37%	-4.0bsp	+0.8bsp	+1.1bsp
Chi phí bán hàng	(436)	-593	(520)	(516)	-12%	19%	-1%
Chi phí BH/ DTT	-4%	-4%	-4%	-4%	+0.2bsp	+0.2bsp	+0.7bsp
Chi phí QLDN	(159)	-145	(163)	(165)	13%	3%	1%
Chi phí QLDN/ DTT	-2%	-1%	-1%	-1%	-0.3bsp	+0.3bsp	+0.2bsp
Lợi nhuận trước thuế	3,488	5,160	4,224	5,256	-15%	21%	24%
Lợi nhuận sau thuế	**3,100**	**4,850**	**3,733**	**4,644**	-20%	20%	24%
Biên LN ròng	32%	37%	31%	32%	-4.7bsp	-0.9bsp	+1.2bsp
EPS	**7,673**	**12,280**	**9,829**	**12,229**	-17%	28%	24%

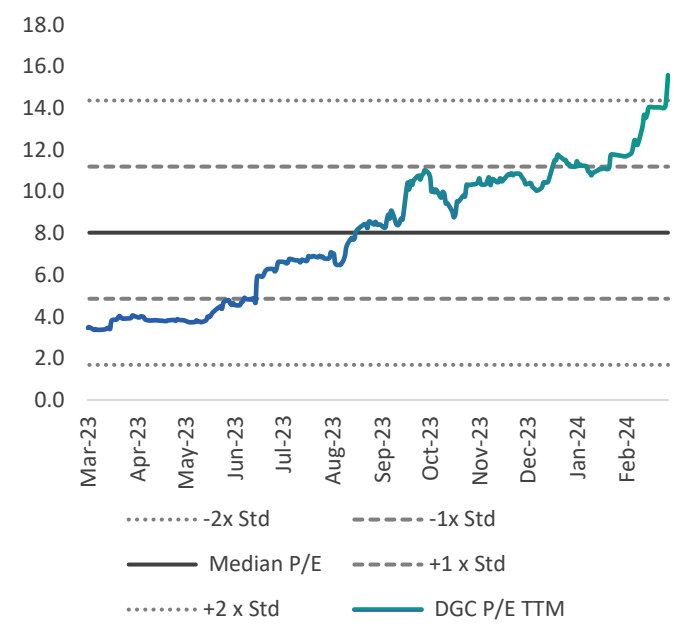
Nguồn: DGC, BSC Research

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

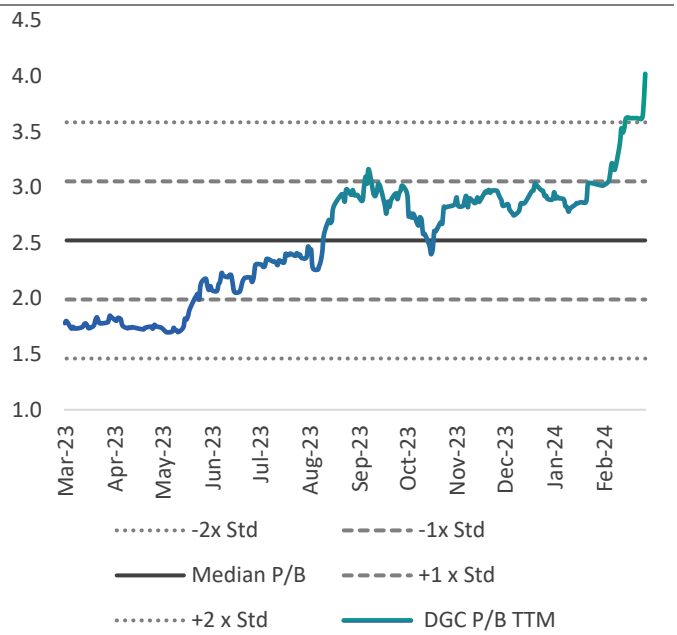
BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DGC với giá trị hợp lý năm 2025F** là **147,100 VND/CP** (Upside 24% so với giá đóng cửa ngày 19/03/2024) chủ yếu do chúng tôi dời giá mục tiêu sang năm 2025F với P/E mục tiêu 2025F = 12.x tương đương mức trung vị 5 năm và EPS fw 2025F = 12,229 VND; EPS= 2024F 9,830 VND và P/E 2024F = 14.9x

Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội để tích luỹ DGC trong bối cảnh lãi suất duy trì mức thấp do:
(1) Lợi nhuận của DGC đang ở vùng đáy và dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng 2023 – 2025 đạt CAGR 22%;
(2) Vị thế DGC sẽ gia tăng đáng kể khi dự án Nghi Sơn – Đức Giang đi vào hoạt động, đánh dấu bước đầu tham gia chế biến sâu hơn các sản phẩm hoá chất và;
(3) DGC là doanh nghiệp đầu ngành, tích cực mở rộng thông qua việc M&A;

Hình: Định giá PE

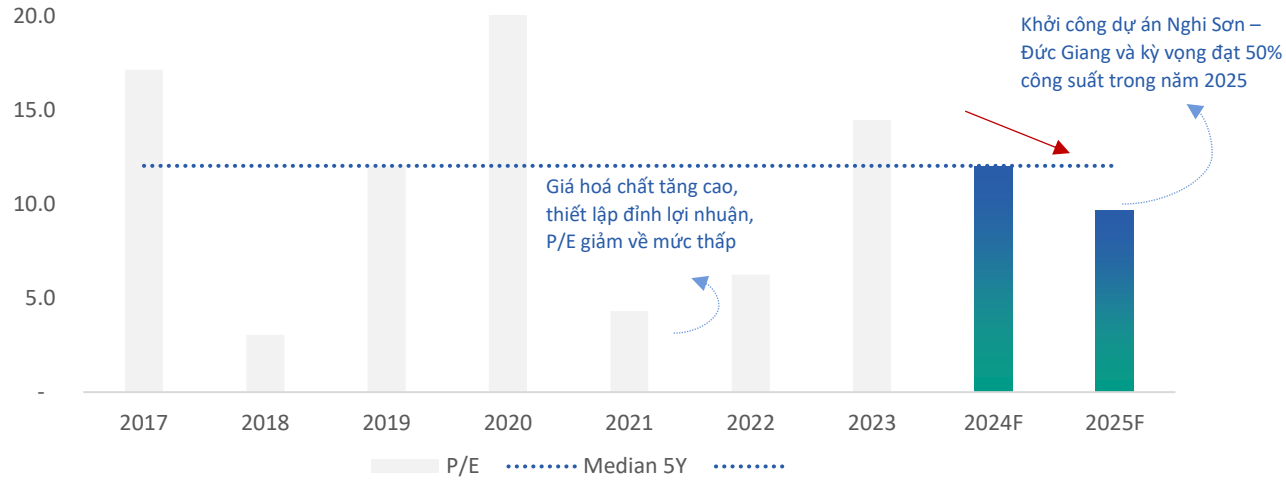


Hình: Định giá PB



Nguồn: BSC Research

Hình: P/E lịch sử của DGC giai đoạn 2017 -



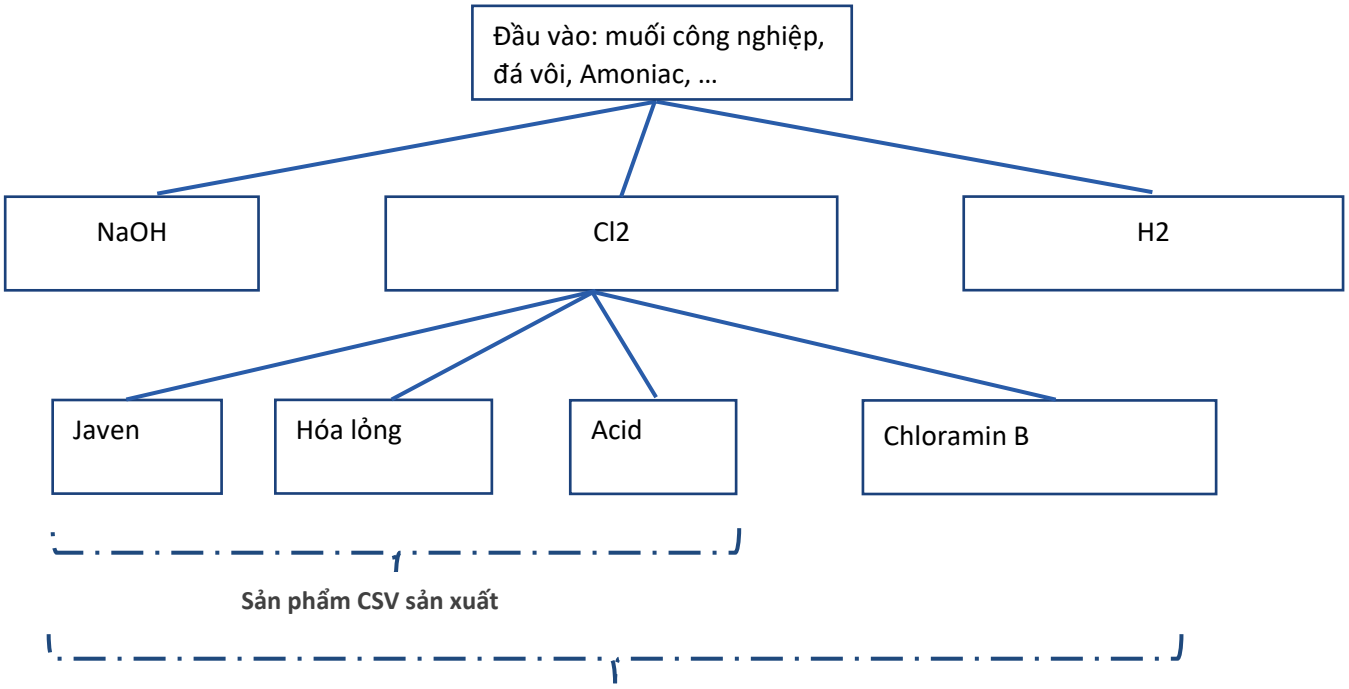
Nguồn: FiinX, BSC Research

PHỤ LỤC

Bảng: So sánh các công nghệ sản xuất Xút

	Điện phân với điện cực thủy ngân	Điện phân với màng trao đổi ion	Điện phân với màng ngăn (DGC sử dụng)
Chất lượng sản phẩm xút	Rất cao	Rất cao	Cao trung bình
	Xút tinh khiết bậc Rayon	Xút tinh khiết bậc Rayon	Xút sạch bậc kỹ thuật

Hình: Sơ đồ sản phẩm DGC dự kiến sản xuất



Bảng: So sánh năng lực sản xuất của một số doanh nghiệp

Sản phẩm	CSV	HVT	Khác	Ứng dụng
Xút lỏng	40,000	40,000	Vedan: 80,000 (xuất ra thị trường 20,000)	Dùng làm chất tẩy rửa, sản xuất giấy, lọc dầu, dệt nhuộm, thực phẩm, các sản phẩm chứa gốc Sodium
Clo lỏng	6,000	3,000		Sản xuất giấy, khử trùng, thuốc nhuộm, thực phẩm, thuốc trừ sâu, hóa dầu, chất làm sạch nước và xử lý nước thải.
HCl 30%	120,000	55,000	Vedan: 80,000	Dùng trong công nghiệp tẩy rửa kim loại, xử lý nước, khai thác dầu, mạ điện, …
Javen		25,000	Hóa chất Đức Giang: 12,000	Làm chất tẩy màu, vết mốc, vết bẩn cho vải sợi, tẩy trắng đồ men sứ, khử trùng, sát trùng
PAC	20,000	6,000	Bắc Giai: 10,000 Lau Tan Luas: 20,000	Chất keo tụ dùng trong xử lý nước sinh hoạt và nước thải, công nghiệp sản xuất giấy,…

Nguồn: BSC Research tổng hợp

KQKD(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**14,444**	**9,748**	**12,084**	**14,450**
Giá vốn hàng bán	(7,694)	(6,308)	(7,729)	(9,088)
Lợi nhuận gộp	**6,750**	**3,440**	**4,355**	**5,362**
Chi phí bán hàng	(600)	(436)	(520)	(516)
Chi phí QLDN	(152)	(159)	(163)	(165)
Lãi/lỗ HĐKD	**6,382**	**3,487**	**4,228**	**5,259**
Doanh thu tài chính	533	739	619	652
Chi phí tài chính	(150)	(98)	(62)	(73)
Chi phí lãi vay	(18)	(32)	(23)	(27)
LN từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(6)	1	(4)	(3)
LNTT	6,376	3,488	4,224	5,256
Thuế thu nhập DN	(339)	(490)	(253)	(315)
LN sau thuế	**6,037**	**3,241**	**3,971**	**4,941**
CĐTS	472	142	238	296
LNST - CĐTS	5,565	**3,100**	**3,733**	**4,644**
EBITDA	6,679	3,878	4,415	5,568
EPS	13,774	7,673	9,829	12,229

LCTT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
(Lỗ)/LNST	**6,376**	**3,485**	**4,224**	**5,256**
Khấu hao	285	358	358	358
Thay đổi VLĐ	6,363	3,250	4,609	5,644
Điều chỉnh khác	5,639	2,190	5,076	4,517
LCTT từ HĐ KD	**5,937**	**2,784**	**5,050**	**4,486**
Tiền mua TSCĐ	(157)	(251)	(1,010)	(2,000)
Đầu tư khác	(7,232)	(9,667)	(8,407)	(8,874)
LCTT từ HĐT	**(3,828)**	**(2,338)**	**(1,204)**	**(2,076)**
Tiền chi trả cổ tức	(411)	(1,774)	(1,139)	(1,139)
Tiền từ vay ròng	(371)	853	(864)	82
LCTT từ HĐTC	**(697)**	**(920)**	**(2,004)**	**(1,058)**
Dòng tiền đầu kỳ	124	1,535	1,061	2,903
Tiền trong kì	1,412	(475)	1,842	1,352
Dòng tiền cuối kỳ	**1,535**	**1,061**	**2,903**	**4,255**

CĐKT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền & TĐT	1,535	1,061	2,903	4,255
Đầu tư ngắn hạn	7,471	9,342	8,407	8,874
Phải thu ngắn hạn	919	1,130	1,400	1,674
Tồn kho	1,000	855	1,047	1,232
TS ngắn hạn khác	60	80	67	78
TS ngắn hạn	**10,985**	**12,467**	**13,824**	**16,114**
TS hữu hình	1,781	2,133	2,481	3,212
Khấu hao	(2,071)	(2,535)	(2,697)	(2,966)
TS dở dang dài hạn	234	225	225	225
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	376	669	687	752
TS dài hạn	**2,420**	**3,069**	**3,927**	**5,708**
Tổng Tài sản	**13,405**	**15,536**	**17,751**	**21,822**
Phải trả ngắn hạn	832	904	1,108	1,303
Vay ngắn hạn	468	1,328	464	545
Nợ ngắn hạn khác	1,272	1,261	1,545	1,816
Tổng Nợ ngắn hạn	**2,571**	**3,493**	**3,116**	**3,664**
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	0	-	-
Tổng Nợ dài hạn	**0.10**	**16.06**	**0**	**0**
Tổng Nợ	**2,572**	**3,509**	**3,116**	**3,664**
Vốn góp	3,798	3,798	3,798	3,798
Thặng dư vốn	1,787	1,787	1,787	1,787
LN chưa phân phối	5,084	5,989	7,985	10,747
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng VCSH	**10,834**	**12,027**	**14,635**	**18,157**
Tổng nguồn vốn	**13,405**	**15,536**	**17,751**	**21,822**
SLCP lưu hành (triệu)	380	380	380	380

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	2.90	4.27	4.44	4.40
Hsố TT nhanh	1.87	3.50	3.63	3.58
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	24%	19%	18%	17%
Hsố Nợ/VCSH	32%	24%	21%	20%
Số ngày HTK	54.59	52.37	44.92	45.77
Số ngày phải thu	26.38	14.46	24.27	24.67
Số ngày phải trả	18.39	19.71	9.99	10.18
CCC	62.58	47.12	59.21	60.26
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	47%	35%	36%	37%
LNST	42%	33%	33%	34%
ROE	65%	38%	30%	30%
ROA	51%	30%	24%	25%
Định Giá				
P/E	3.05	11.56	12.72	10.22
P/B	2.06	2.98	3.25	2.62
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	51%	-33%	24%	20%
Tăng trưởng EBIT	160%	141%	21%	24%
Tăng trưởng LNTT	142%	-45%	21%	24%
Tăng trưởng EPS	5%	-44%	28%	24%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8,9 tòa Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510



https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>