

Hóa chất Đức Giang (DGC)

Kỳ vọng sự trở lại của ngành bán dẫn

20/09/2023

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu

hieupm@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận gộp 1H2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 1H2023 sụt giảm 36% yoy trong khi lợi nhuận gộp giảm mạnh 52% yoy. Trong 1H2023, sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng giảm 44% yoy chủ yếu do (1) nhu cầu tiêu thụ bán dẫn giảm và (2) đẩy mạnh tiêu thụ nội bộ để sản xuất axit photphoric. Sản lượng tiêu thụ axit photphoric tăng mạnh 43% do nhu cầu nhập khẩu của thị trường Ấn Độ để sản xuất phân bón. Sản lượng tiêu thụ phân các loại giảm 2.26% do sức mua thị trường nội địa yếu.

Nhu cầu tiêu thụ thiết bị bán dẫn yếu nhưng có thể hồi phục trong 2024

Môi trường tiền tệ thắt chặt đã khiến nhu cầu tiêu thụ thiết bị bán dẫn sụt giảm trong 1H2023. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tín hiệu hồi phục của ngành bán dẫn khi tồn kho thành phẩm bán dẫn và khuôn chip (foundry) đang giảm mạnh từ 2Q2023. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ thiết bị bán dẫn toàn cầu sẽ khả quan hơn trong 2H2023 và hồi phục trong năm 2024, tác động tích cực tới giá phốt pho vàng và axit photphoric.

Cán cân cung cầu phân bón DAP đang có lợi cho triển vọng xuất khẩu WPA của DGC trong 2H2023

Từ tháng 7/2023, Ấn Độ liên tục thu mua các loại phân bón và WPA nhằm đảm bảo an ninh lương thực nội địa. Nhà cung cấp phân phốt phát lớn nhất thế giới là Trung Quốc cũng sẽ bước vào cao điểm tiêu thụ phân DAP trong tháng 10/2023, trong khi quota xuất khẩu DAP cho quý 3/2023 cũng đã cạn kiệt. Chúng tôi cho rằng triển vọng giá và tiêu thụ WPA sẽ diễn biến tích cực trong 2H2023 do Ấn Độ bắt buộc phải đẩy mạnh nhập khẩu WPA để tự sản xuất khi nguồn cung phân DAP thắt chặt.

Khuyến nghị NĂM GIỮ, giá mục tiêu là 93,600 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFF và P/E chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu DGC. Giá mục tiêu là 93,600VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 0.9% so với giá tại ngày 19/09/2023.

NĂM GIỮ Thay đổi

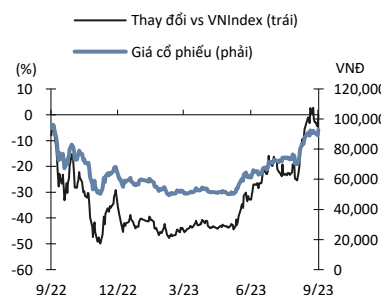
Giá mục tiêu	93,600 VND
Tăng/giảm (%)	0.9%
Giá hiện tại (19/09/2023)	VND92,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND81,900
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	34,142/1,399

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	58.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	293/12
Sở hữu nước ngoài (%)	14.8%
Cổ đông lớn	Đào Hữu Huyền (18.38%)

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	31.6	47.5	83.4	-3.6
Tương đối	27.7	35.1	54.6	-3.2

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	9,550	14,444	11,392	12,631
Lãi/lỗ từ HĐKD	2,541	5,998	3,715	4,118
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	2,388	5,565	3,853	4,093
EPS (VNĐ)	6,047	13,774	10,145	10,776
Tăng trưởng EPS (%)	5.5	127.8	-26.0	6.0
P/E (x)	26.4	4.3	9.2	8.7
P/B (x)	4.3	2.1	2.9	2.6
ROE (%)	39.7	55.7	32.3	30.4
Tỷ suất cổ tức (%)	0.9	1.8	1.1	1.1



Nguồn: Bloomberg, KBSV

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 1H2023

Doanh thu và lợi nhuận gộp 1H2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 1H2023 sụt giảm 36% yoy trong khi giá vốn hàng bán chỉ giảm 19% yoy đã khiến lợi nhuận gộp giảm mạnh 52% yoy. Trong 1H2023, sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng giảm 44% yoy chủ yếu do (1) tiêu thụ hàng gia dụng toàn cầu suy yếu khiến nhu cầu bán dẫn giảm và (2) đẩy mạnh tiêu thụ phốt pho vàng trong nội bộ để sản xuất axit photphoric đáp ứng nhu cầu tăng cao của Ấn Độ và Mỹ. Sản lượng tiêu thụ WPA tăng mạnh 43% do nhu cầu nhập khẩu của thị trường Ấn Độ để sản xuất phân bón. Sản lượng tiêu thụ phân các loại giảm 2.26% do sức mua thị trường nội địa yếu. Giá bán các sản phẩm chính của DGC đều suy giảm mạnh so với cùng kỳ.

Bảng 1. Cập nhật KQKD

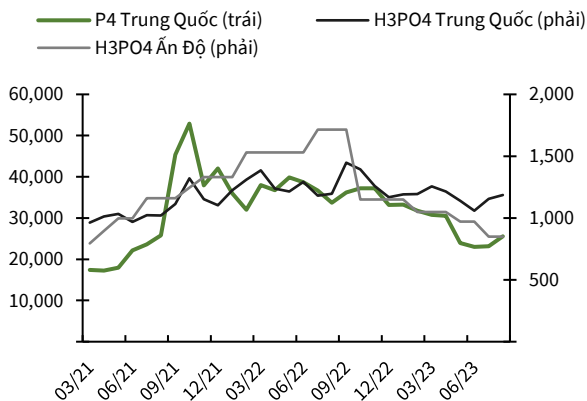
(Tỷ VNĐ)	1H2022	1H2023	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	7,637	4,897	-36%	Sản lượng tiêu thụ và doanh thu phốt pho vàng giảm lần lượt 44% và 57% yoy. Sản lượng tiêu thụ axit photphoric tăng 43% yoy nhưng doanh thu vẫn giảm 8% yoy do giá bán giảm mạnh từ mức nền cao cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ và doanh thu phân bón các loại giảm lần lượt 2.26% và 0.28% yoy.
Lợi nhuận gộp	3,834	1,831	-52%	Giá bán giảm mạnh từ mức nền cao trong khi giá điện đầu vào tăng.
Biên lợi nhuận gộp (%)	50%	37%		
Chi phí SG&A	-382	-293	-23%	
LN từ HĐKD	3,452	1,537	-55%	
Thu nhập tài chính	192	345	80%	Số dư tiền mặt lớn tích lũy từ 2022 và lãi suất bình quân cao hơn cùng kỳ.
Chi phí tài chính	-60	-45	-25%	
Thu nhập khác (ròng)	0.6	-0.6	-198%	
LN trước thuế	3,585	1,837	-49%	
LN sau thuế	3,403	1,705	-50%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	45%	35%		

Nguồn: DGC, KBSV

Nhu cầu tiêu thụ thiết bị bán dẫn yếu nhưng có thể hồi phục trong 2024

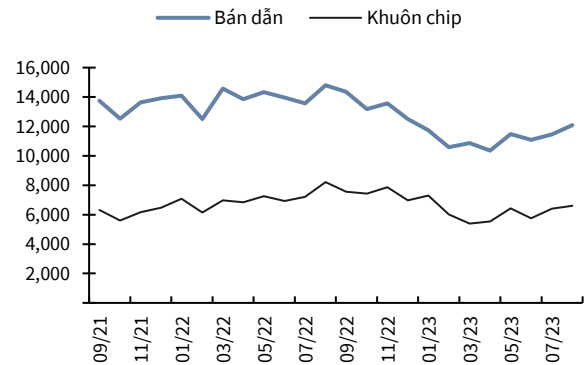
TSMC – nhà sản xuất chip lớn nhất thế giới dự báo doanh thu 2023F sẽ sụt giảm 10% yoy. Từ đầu năm 2023, Mỹ và các nước châu Âu duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt trong khi sự hồi phục của nền kinh tế Trung Quốc không đạt kỳ vọng, đã khiến nhu cầu tiêu thụ thiết bị bán dẫn sụt giảm. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tín hiệu hồi phục của ngành bán dẫn khi doanh thu bán dẫn và khuôn chip (foundry) đang cải thiện từ mức đáy cuối 1Q2023. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ thiết bị bán dẫn toàn cầu sẽ khả quan hơn trong 2H2023 và hồi phục trong năm 2024. Các tổ chức nghiên cứu gồm World Semiconductor Trade Statistics và Gartner dự báo mức tăng trưởng ngành bán dẫn toàn cầu trong năm 2024 đạt lần lượt 11.8% và 18.5% yoy. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng giá phốt pho vàng và axit photphoric cũng sẽ diễn biến tích cực hơn trong 2H2023 và 2024.

Biểu đồ 2. Giá phốt pho vàng Trung Quốc (RMB/tấn), axit photphoric Trung Quốc và Ấn Độ (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Doanh thu thiết bị bán dẫn và khuôn chip toàn cầu theo tháng (triệu USD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Những diễn biến thời tiết cực đoan có thể ảnh hưởng tới nguồn cung phốt pho vàng toàn cầu

Hiện tượng hạn hán tại phía Nam Trung Quốc đã làm suy giảm sản lượng thủy điện, tác động tiêu cực đến những ngành công nghiệp tiêu thụ điện năng cao như sản xuất phốt pho vàng. Khu vực phía Nam Trung Quốc là nơi chiếm tỷ trọng sản lượng thủy điện lớn nhất toàn quốc, nhưng chúng tôi nhận thấy các đợt mưa lớn từ tháng 8/2023 không tác động đáng kể tới khu vực này. Chúng tôi lo ngại rằng hiện tượng El Nino có thể làm tình trạng hạn hán kéo dài sang năm 2024, làm suy giảm nguồn cung phốt pho vàng toàn cầu.

Cán cân cung cầu phân bón DAP đang có lợi cho triển vọng xuất khẩu WPA của DGC trong 2H2023

Từ tháng 7/2023, Ấn Độ liên tục thu mua các loại phân bón và WPA nhằm đảm bảo an ninh lương thực nội địa trong bối cảnh giá các loại phân bón tăng cao. Nhà cung cấp phân phát lớn nhất thế giới là Trung Quốc sẽ bước vào cao điểm tiêu thụ phân DAP trong tháng 10/2023, trong khi quota xuất khẩu DAP cho quý 3/2023 cũng đã cạn kiệt. Chúng tôi cho rằng triển vọng giá và nhu cầu tiêu thụ WPA sẽ diễn biến tích cực trong 2H2023 do Ấn Độ bắt buộc phải đẩy mạnh nhập khẩu WPA để tự sản xuất khi nguồn cung phân DAP thắt chặt.

**Dự án Tổ hợp hóa chất Đức Giang
Nghị Sơn tiếp tục chậm trễ**

Dự án tổ hợp hóa chất Đức Giang Nghị Sơn sẽ giúp DGC thâm nhập vào thị trường Xút và Clo, tiến tới hoàn thiện chuỗi giá trị sản xuất đến sản phẩm alumin. Dự kiến sản lượng hàng năm của dự án sẽ đạt 50,000 tấn PVC. Thời gian khởi công dự án đã bị lùi từ 3Q2023 sang 1Q2024 do vướng mắc các thủ tục giải phóng mặt bằng. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đi vào hoạt động vào nửa cuối năm 2025 và đóng góp khoảng 1,300 tỷ vào doanh thu 2025F của DGC với mức biên lợi nhuận gộp khoảng 15%.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 11. Dự phóng kết quả kinh doanh

(Tỷ VNĐ)	2022	2023F	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	14,444	11,392	-21%	
Phốt pho vàng và axit photphoric	11,848	9,080	-23%	Giá bán các sản phẩm giảm mạnh trung bình 17% yoy từ mức nền cao do thị trường bán dẫn yếu. Sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng giảm 26% yoy do thị trường yếu và tăng cường tiêu thụ nội bộ để sản xuất axit photphoric. Sản lượng tiêu thụ axit photphoric tăng 19% yoy chủ yếu đến từ mảng TPA. Sản lượng tiêu thụ TPA kỳ vọng tăng 71% yoy do Mỹ dịch chuyển nguồn cung ra khỏi Trung Quốc và cung cấp cho khách hàng mới là Coca Cola.
Phân bón	1,788	1,463	-18%	Giá bán bình quân và sản lượng giảm lần lượt 10% và 5% yoy từ mức nền cao.
Khác	808	848	5%	
Lợi nhuận gộp	6,750	4,329	-36%	Giá bán giảm mạnh từ mức nền cao trong khi giá điện đầu vào tăng
Biên lợi nhuận gộp (%)	47%	38%		
Chi phí SG&A	-752	-614	-18%	
LN từ HĐKD	5,998	3,715	-38%	
Thu nhập tài chính	533	613	15%	Số dư tiền mặt lớn tích lũy từ 2022
Chi phí tài chính	-150	-156	4%	
Thu nhập khác (ròng)	-6.0	-6.0	0%	
LN trước thuế	6,376	4,166	-35%	
LN sau thuế	6,037	3,958	-34%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	42%	35%		

Nguồn: DGC, KBSV

Định giá

Khuyến nghị NĂM GIỮ, giá mục tiêu là 93,600 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/E (với EPS 2024F) để đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ cho DGC với mức giá mục tiêu là 93,600 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 0.9% so với giá đóng cửa 92,800 VNĐ/cổ phiếu ngày 19/09/2023.

Bảng 12. Giá định mô hình định giá FCFF

Lãi suất phi rủi ro	5%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (tỷ VND)	19,182
Phần bù rủi ro	8.2%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2023-2027	8,149
Beta	1.5	Tổng giá trị hiện tại	26,535
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	10,263
Thuế suất	5.0%	Trừ: Nợ gộp	-782
Chi phí vốn bình quân	14.1%	Trừ: Lợi ích CĐTS	-487
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	Giá trị VCSH	36,325
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	379.8
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	95,642

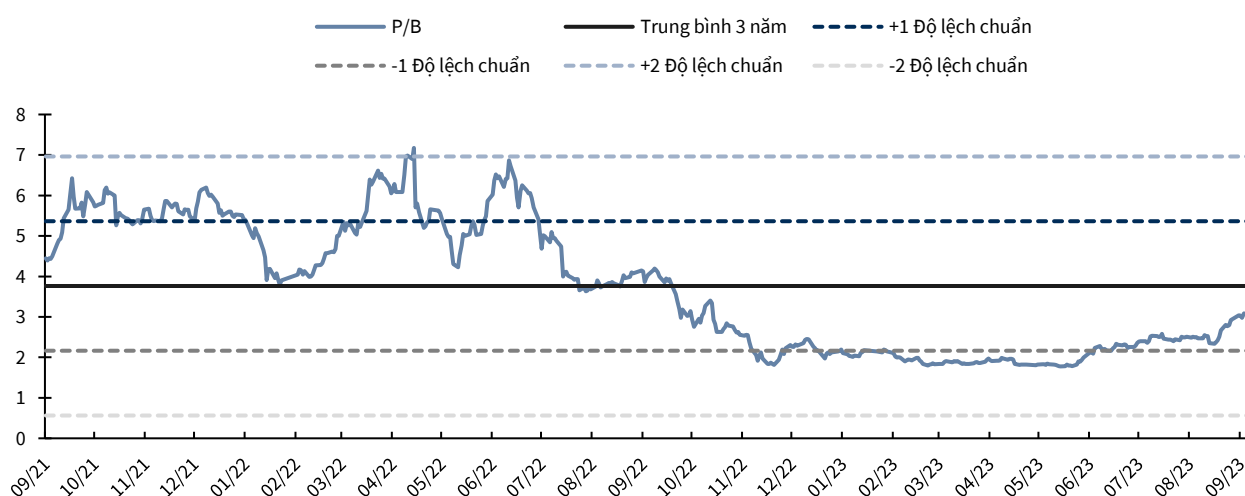
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 13. Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	95,642	50%	47,821
P/E (8.5x)	91,596	50%	45,798
Giá mục tiêu (làm tròn)			93,600
Giá hiện tại (19/09/2023)			92,800
Upside			0.9%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 14. Diễn biến P/B của DGC giai đoạn 2021-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann1@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khoảng phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhhd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.