



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG Q4.2022

NGÀNH HÓA CHẤT

Định giá rẻ trong bối cảnh kinh doanh thuận lợi

KHUYẾN NGHỊ:

CTCP HÓA CHẤT CƠ BẢN MIỀN NAM – CSV (MUA) – 51.000 đồng/cp
CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG – DGC (MUA) – 95.000 đồng/cp
CTCP DAP – VINACHEM – DDV (MUA) – 15.000 đồng/cp

NỘI DUNG CHÍNH

1 Diễn biến ngành hóa chất: Đầu vào, sản xuất và đầu ra

2 Triển vọng: Giá Phot pho vàng và dẫn xuất duy trì mức cao

3 Triển vọng: Giá Xút duy trì cao

4 Doanh nghiệp khuyến nghị: DGC, CSV, DDV



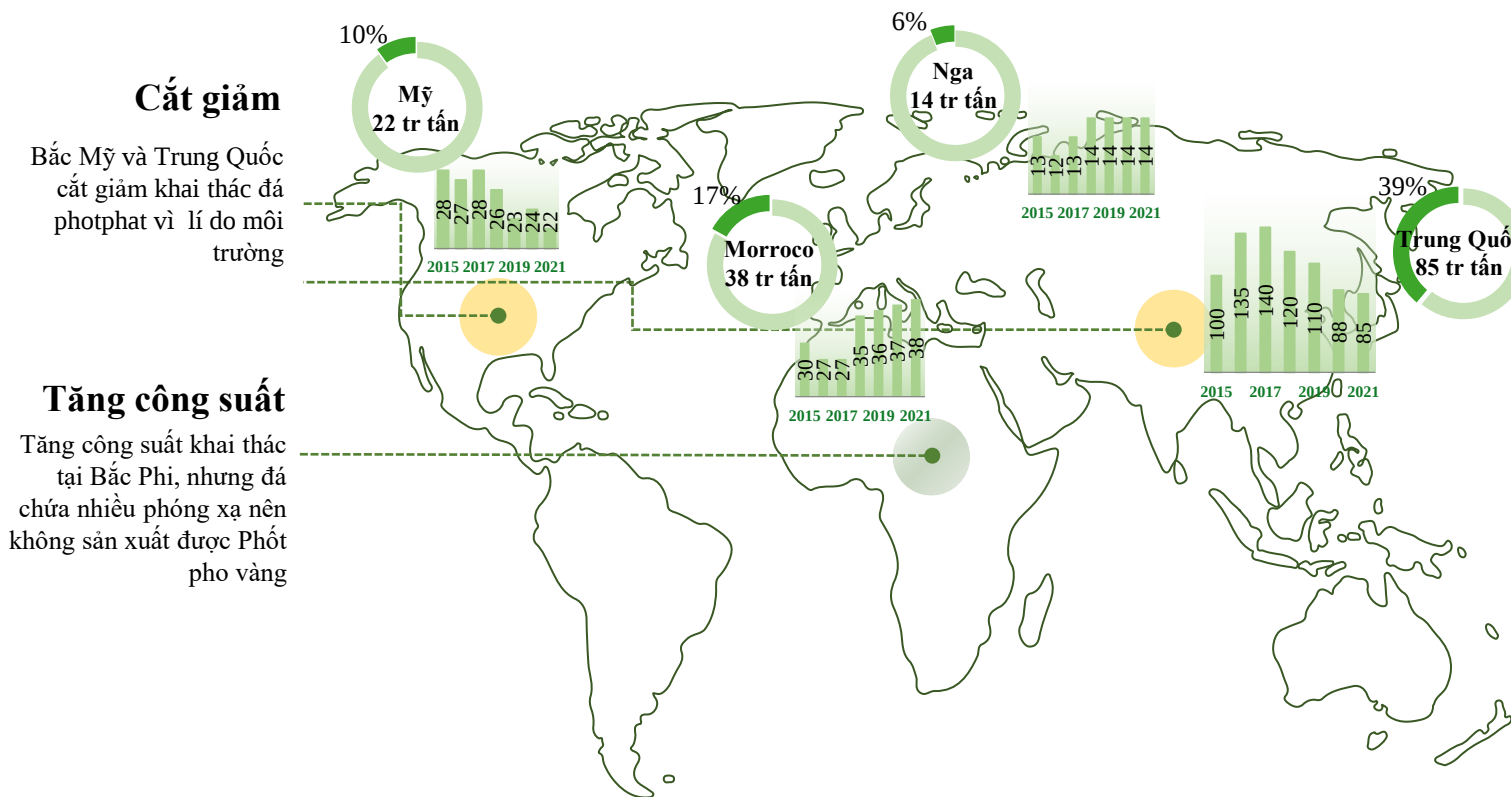
DIỄN BIẾN NGÀNH

TRIỂN VỌNG NGÀNH

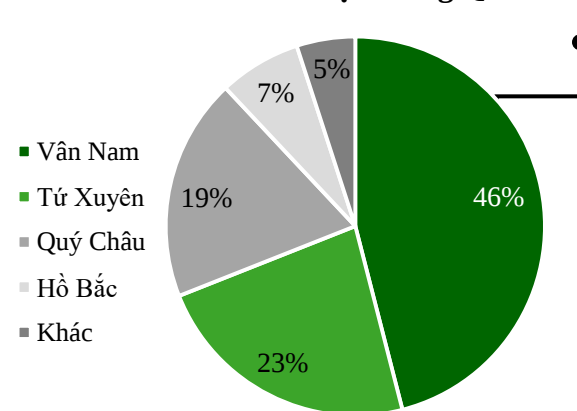
DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

1.1. Nguồn cung trên thế giới sụt giảm do xu hướng bảo vệ môi trường

Biến động sản lượng quặng apatite và thị phần của các quốc gia chính



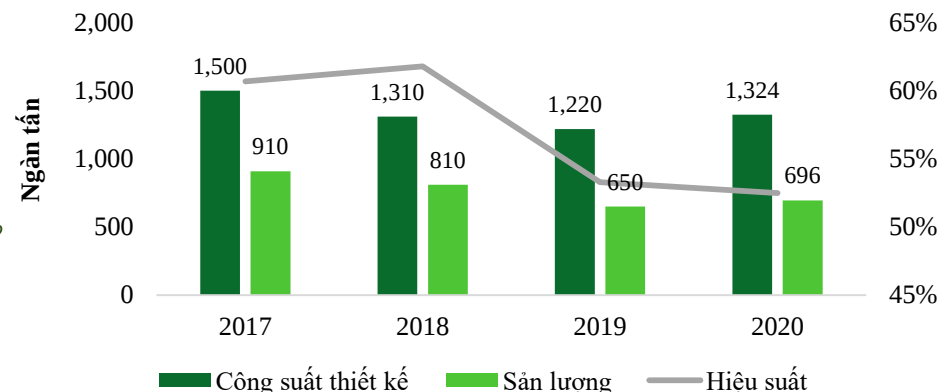
Cơ cấu nguồn cung Photpho vàng của các tỉnh lớn tại Trung Quốc



Vân Nam:

Tháng 9/2021 đã ban hành chính sách giới hạn năng lượng trong quy trình sản xuất photpho, phân bón, than, hóa chất cơ bản... và gần đây cấm toàn bộ hoạt động khai thác của các mỏ apatit mới để bảo vệ môi trường.

Công suất thiết kế và sản lượng sản xuất Photpho vàng (P4) tại Trung Quốc



1.2. Biến động tại Trung Quốc ảnh hưởng tăng đối với giá bán các sản phẩm Photpho

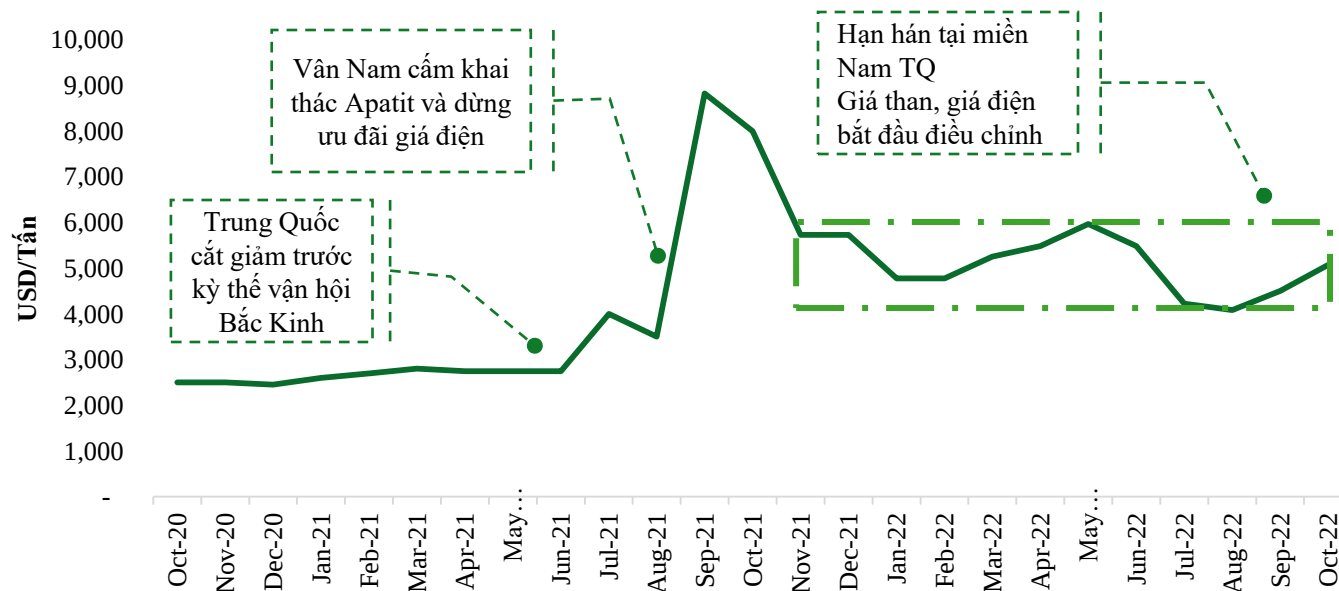
📌 Nguồn cung tại Trung Quốc liên tiếp bị ảnh hưởng

- Xu hướng thiếu hụt năng lượng, chính sách bảo vệ môi trường là những nguyên nhân chính giúp giá P4 duy trì ở mức cao.

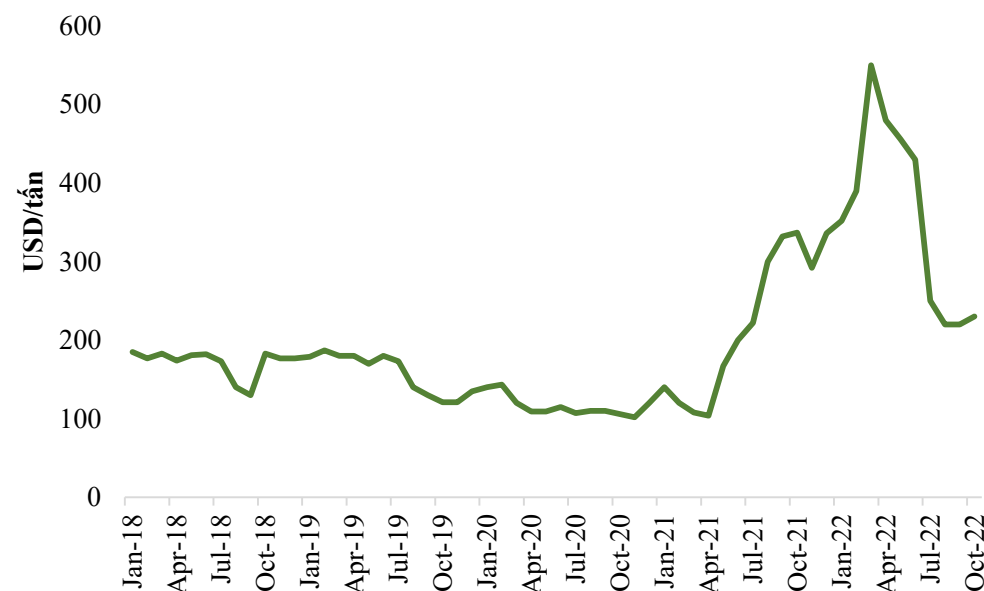
📌 Chi phí than cốc sản xuất điều chỉnh mạnh, chi phí điện ổn định hỗ trợ biên lợi nhuận

- Than cốc (chiếm 20% chi phí sản xuất P4) sau khi tăng mạnh trong nửa đầu năm do Chiến tranh Nga – Ukraine, đã bắt đầu điều chỉnh giảm mạnh do sụt giảm nhu cầu sản xuất thép tại Trung Quốc. Tuy nhiên, giá P4 bắt đầu hồi phục trở lại trước nhu cầu mùa vụ cuối năm. Việt Nam với chi phí điện ổn định giúp hỗ trợ biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp sản xuất hóa chất.

Biến động giá Phốt pho vàng Trung Quốc (P4)



Giá than cốc

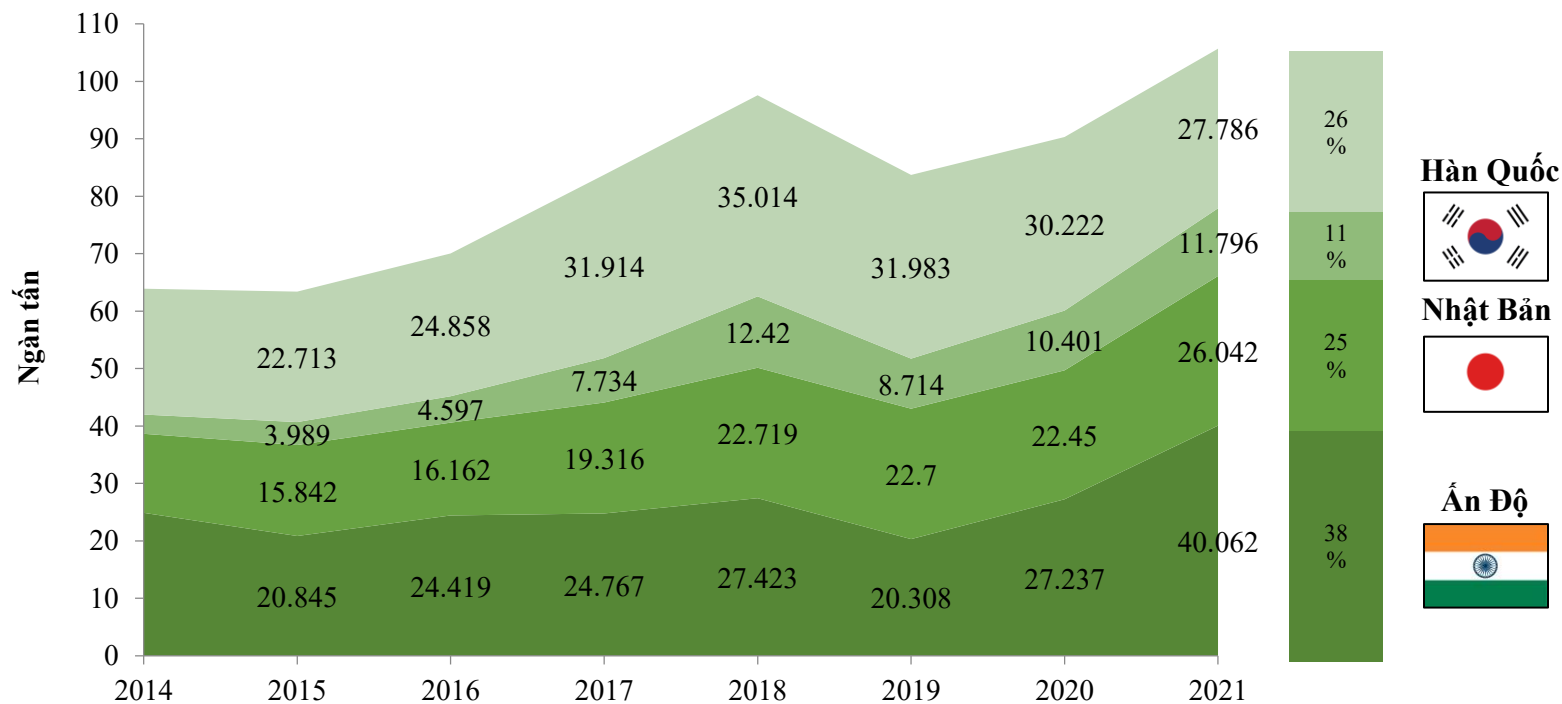


1.3. Nhu cầu P4 cho ngành nông nghiệp và điện tử duy trì ổn định

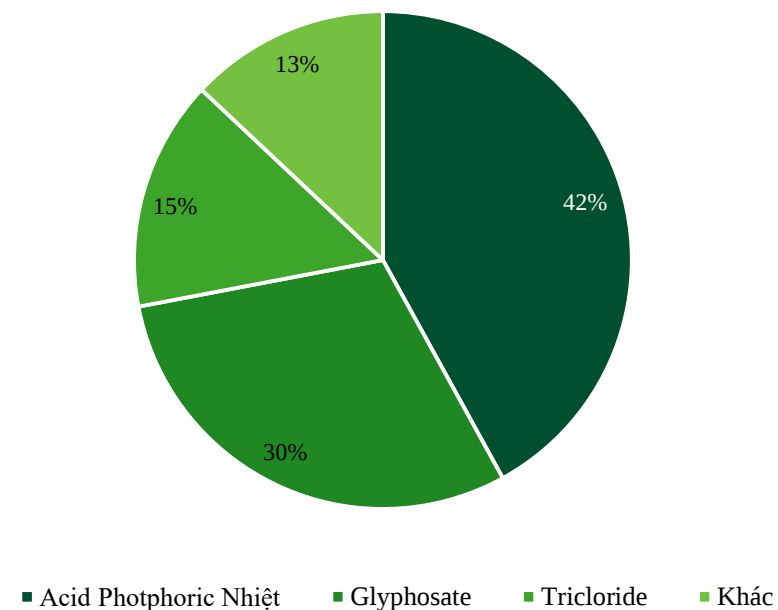
Trong bối cảnh đó, các nhà nhập khẩu tiếp tục tìm điểm đến hấp dẫn là Việt Nam

- Sản lượng và giá trị xuất khẩu photpho vàng cho thấy mức tăng trưởng ấn tượng qua các năm, trong đó Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc, và gần đây nhất là Trung Quốc là các đối tác nhập khẩu phục vụ hoạt động sản xuất thuốc trừ sâu, diệt cỏ, chất bán dẫn, đồ điện tử...

Sản lượng xuất khẩu P4 của Việt Nam theo thị trường



Sản phẩm đầu ra của P4 tại các thị trường nhập khẩu chính

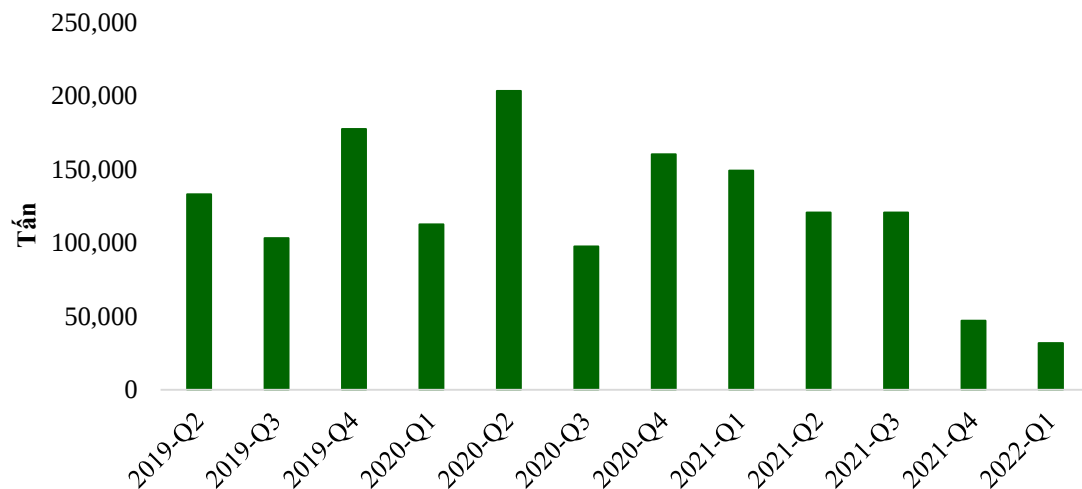


1.4. Giá P4 neo cao kéo theo hàng loạt sản phẩm sau đó giữ giá ở mức kỷ lục

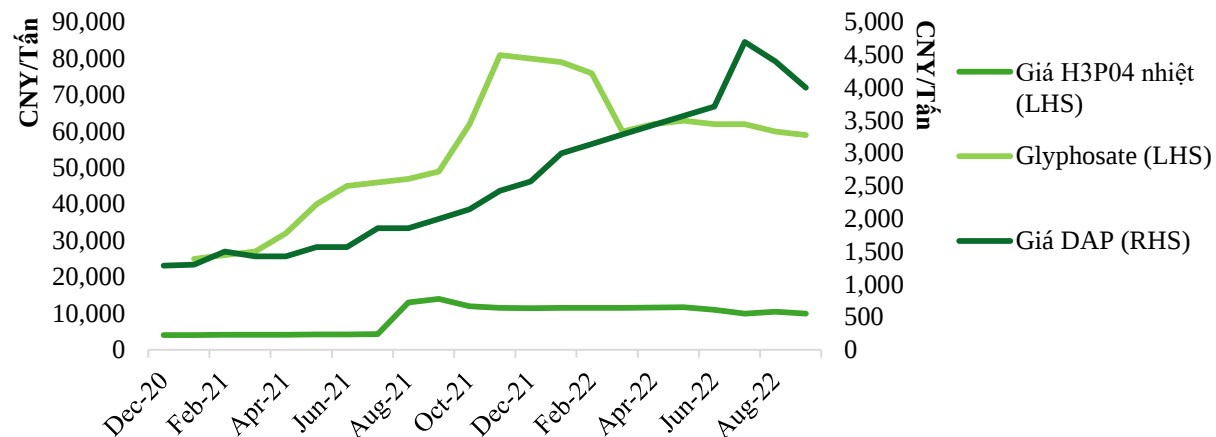
■ Axit photphoric và DAP là 2 sản phẩm đáng chú ý

- Nhu cầu đối với Acid Photphoric Điện tử để sản xuất chất bán dẫn, pin LFP phục vụ cho xe điện đang ở mức cao.
- Nguồn cung phân DAP sụt giảm mạnh khi Trung Quốc và Nga là 2 quốc gia áp đặt chính sách hạn chế xuất khẩu gây ra tình trạng thiếu hụt trên toàn cầu cho tới hết năm 2022.

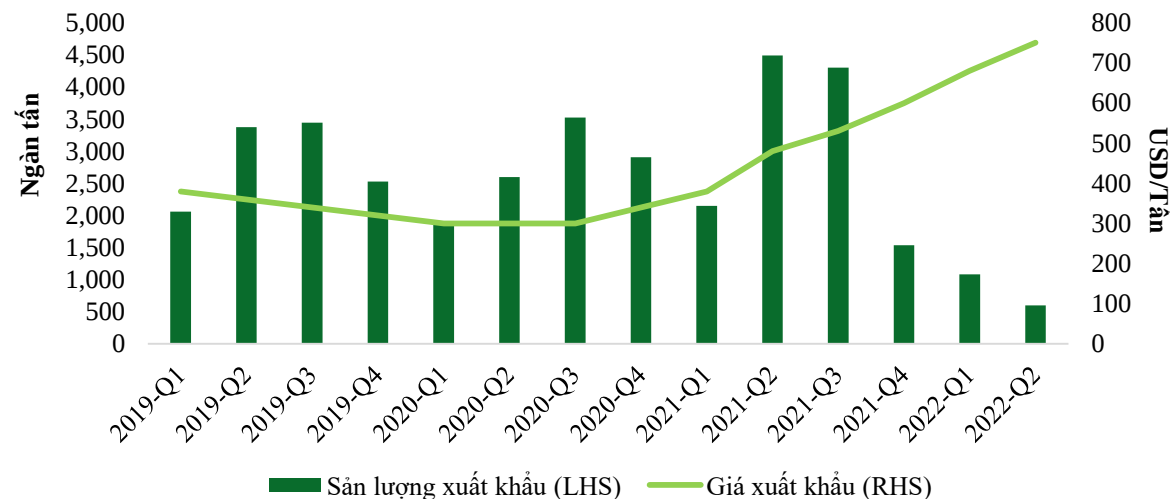
Sản lượng nhập khẩu phân DAP từ Trung Quốc



Giá bán một số sản phẩm dẫn xuất từ Phốt Pho



Sản lượng xuất khẩu và giá bán phân DAP tại Trung Quốc



1.5. Giá NaOH duy trì ở mức cao kỷ lục, bắt đầu bật mạnh sau đợt điều chỉnh

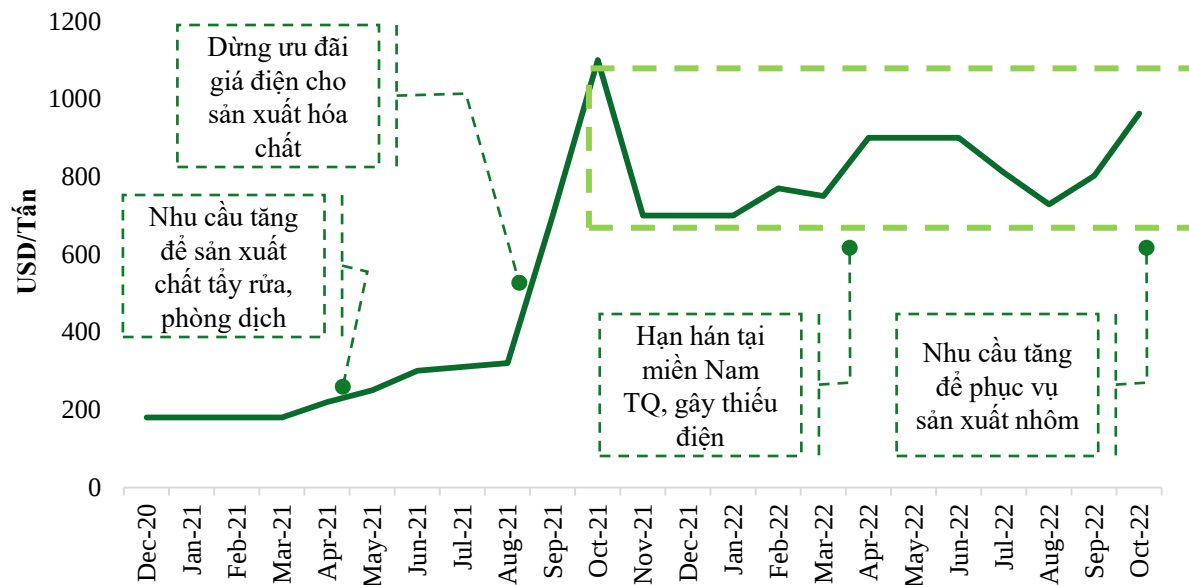
NaOH tăng giá do chiến tranh Nga – Ukraine kéo dài và chiến lược Zero Covid của Trung Quốc

- Nhu cầu xút để sản xuất các sản phẩm tẩy rửa và xà phòng duy trì ở mức cao khi TQ tiếp tục áp dụng chính sách Zero Covid
- Trung Quốc đang đẩy mạnh sản xuất nhôm (cần NaOH tham gia phản ứng) để xuất khẩu sang Nga khi nước này mất đi nguồn nhập khẩu tại Ukraine và Úc.
- Năng lượng khan hiếm khiến việc sản xuất NaOH trở nên đắt đỏ hơn tại Trung Quốc, trong khi tại Việt Nam chưa chịu nhiều tác động.

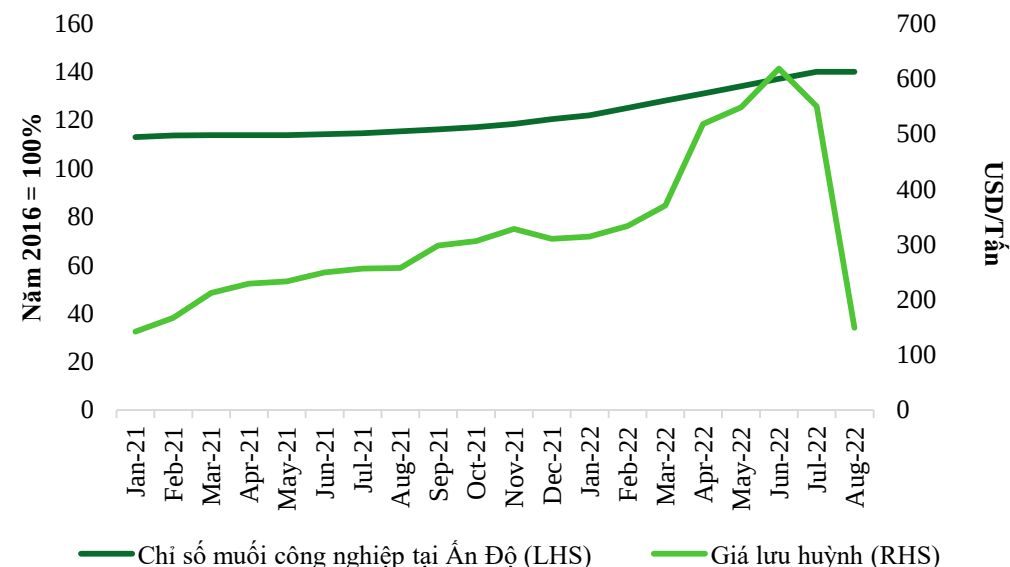
Trong khi đó, biến động đầu vào đang khá thuận lợi cho các nhà sản xuất

- Cụ thể, giá muối công nghiệp tăng ở mức khá (~15%) do hạn hán ở Ấn Độ, trong khi giá lưu huỳnh giảm rất mạnh do nguồn cung tại TQ phục hồi.

Giá Xút (NaOH) tại Trung Quốc



Biến động nguyên liệu đầu vào sản xuất Xút



DIỄN BIẾN NGÀNH

TRIỂN VỌNG NGÀNH

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

2.1. Thủy văn không thuận lợi kéo theo sự thiếu hụt năng lượng sẽ hỗ trợ giá P4

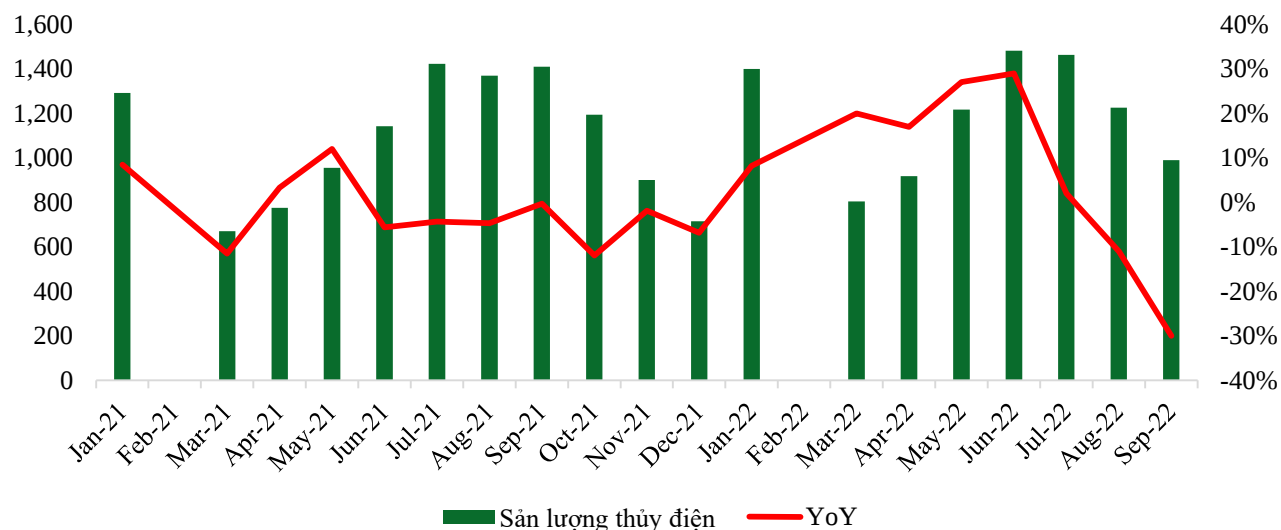
📌 Hạn hán kéo dài trong năm nay khiến thủy điện tại TQ giảm sản lượng

- Nhiều nhà máy thủy điện chỉ chạy được 20% công suất. Các khu vực huy động 50% bằng công suất thủy điện như Vân Nam, Tứ Xuyên thì bị hạn chế khai thác quặng và quá xa mỏ than nên phải sản xuất với mức giá cao. Hiện nay có một số mỏ đã phải dừng khai thác

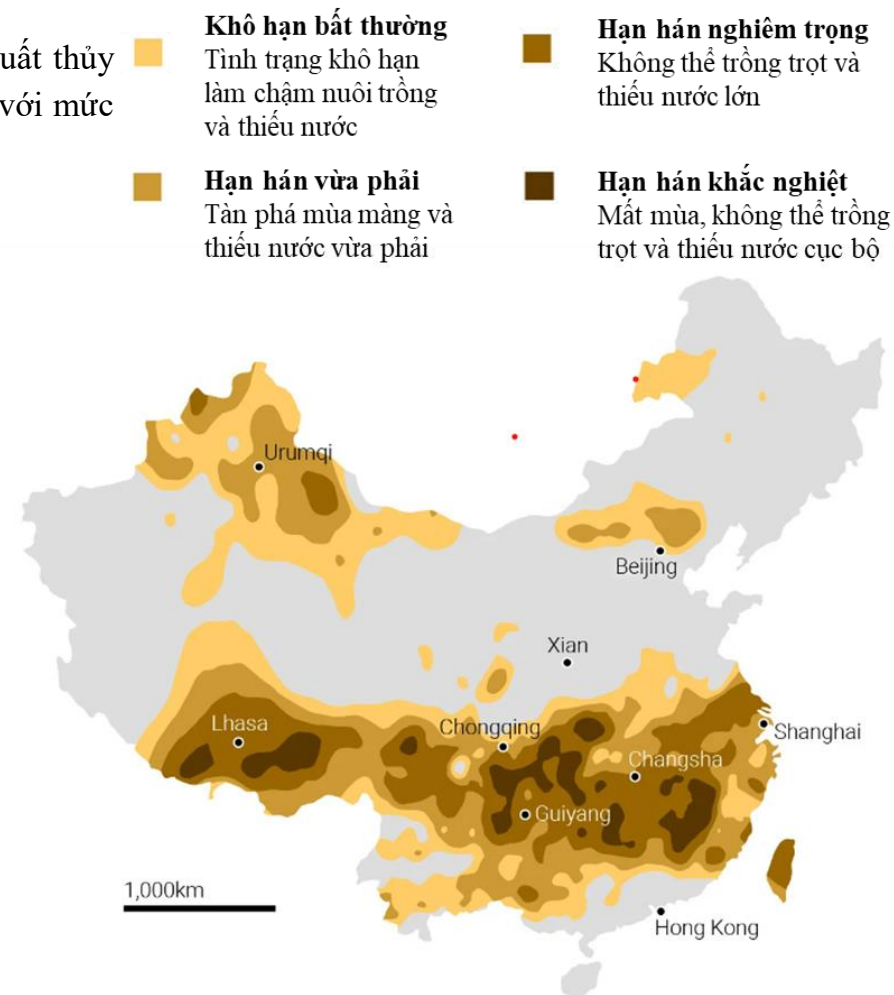
📌 Chênh lệch chi phí sản xuất tạo ra thuận lợi cho các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là DGC

- DGC đã tự chủ được 1/3 lượng quặng apatit đầu vào, có công nghệ để sản xuất được từ than vụn cám.
- Việt Nam vẫn đảm bảo đủ năng lượng cho các doanh nghiệp sản xuất và giá thành chưa tăng.

Sản lượng điện huy động từ thủy điện tại Trung Quốc



Bản đồ thủy văn Trung Quốc quý 3/2022



2.2. Pin LFP và công nghệ 5G là những khách hàng tương lai của P4

Trung Quốc đẩy mạnh phát triển pin LFP

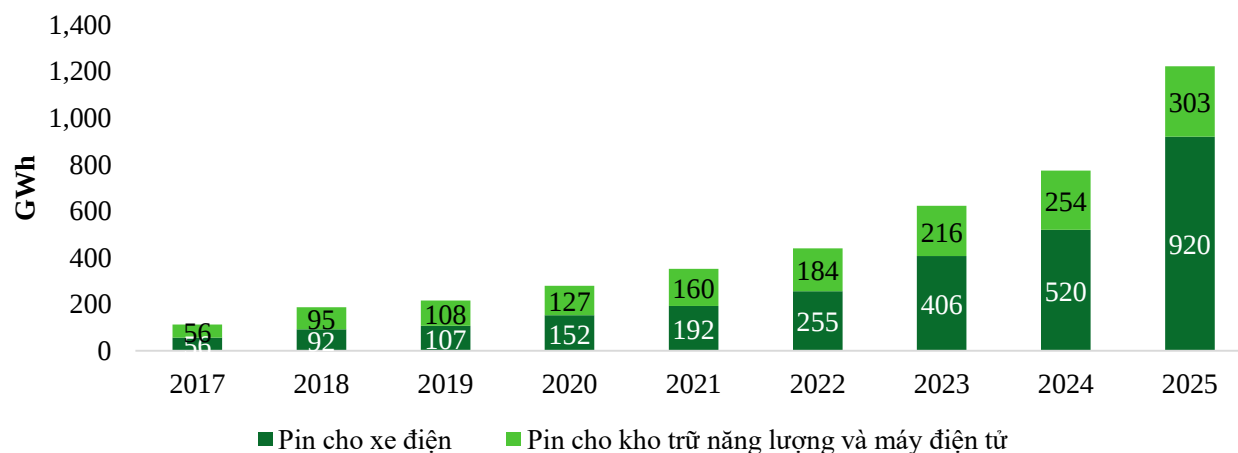
- Nhu cầu pin LFP tăng mạnh phục vụ ngành công nghiệp xe điện tại Trung Quốc (chiếm 90% công suất toàn cầu)

Nhật Bản và Hàn Quốc đang nhập khẩu P4 sản xuất chất bán dẫn cho các thiết bị 5G

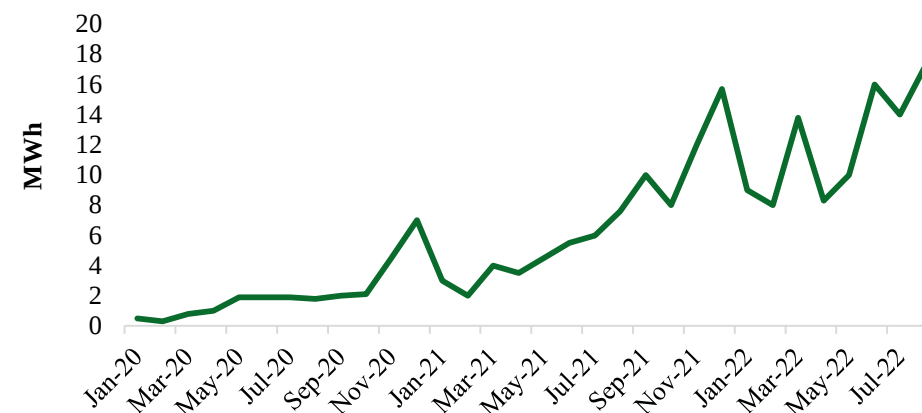
- Theo Allied Market Research, quy mô thị trường 5G được dự báo có tốc độ tăng trưởng CAGR 65.8% trong giai đoạn 2020 tới 2030 đạt 797.8 tỷ USD. Theo đó, nhu cầu đối với P4 sẽ còn tiếp tục tăng ổn định trong tương lai.

- Theo đó, chúng tôi duy trì dự báo mức giá P4 đạt USD 5.000/tấn cho 2023.

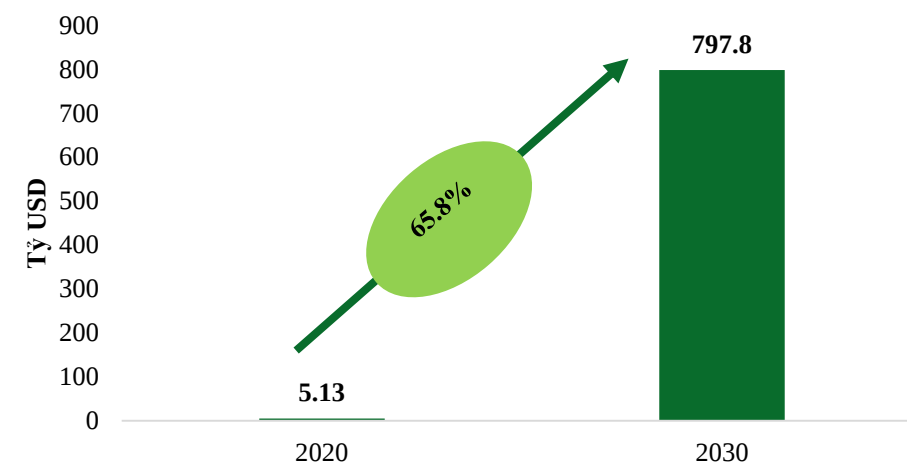
Dự báo nhu cầu cho pin LFP trên toàn cầu



Công suất lắp đặt thêm pin LFP tại Trung Quốc



Dự báo quy mô thị trường 5G

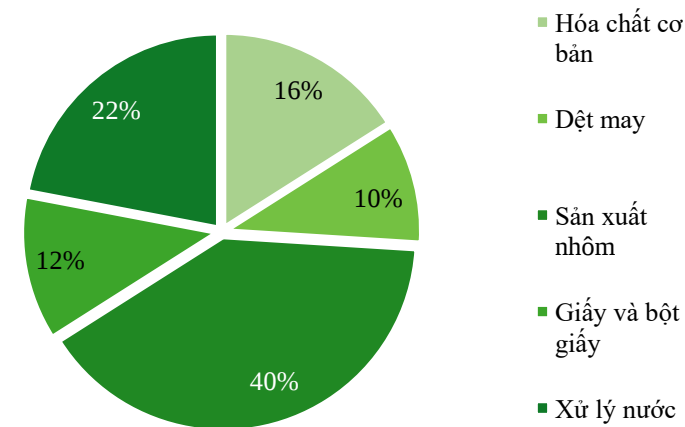


2.3. Tình trạng thiếu điện sản xuất trong khi nhu cầu gia tăng để sản xuất nhôm đang diễn ra tại Trung Quốc

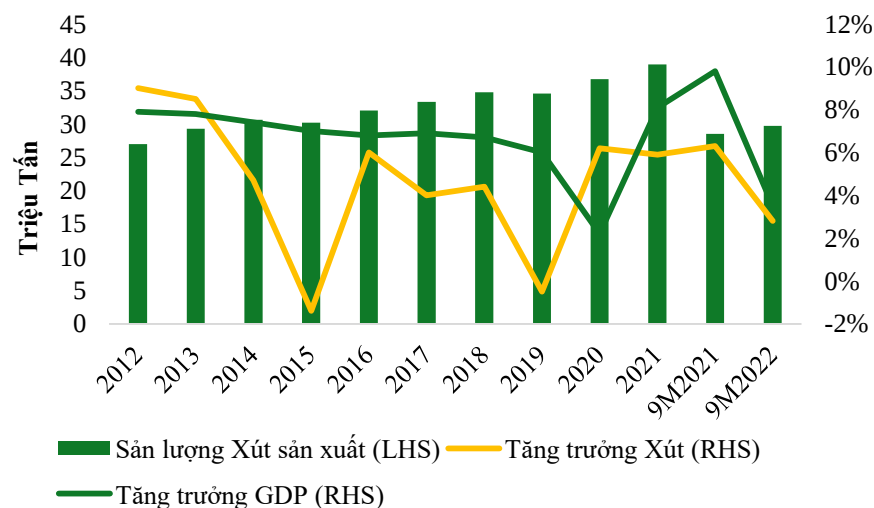
Giá NaOH đang hồi phục mạnh nhờ nhiều nguyên nhân tại Trung Quốc

- Tình trạng thiếu năng lượng cục bộ khiến nguồn cung bị hạn chế
- Nhu cầu gia tăng để phục vụ ngành sản xuất nhôm.
- Theo đó, chúng tôi cho rằng giá NaOH có thể duy trì ở mức cao trong trung hạn. Nhịp điều chỉnh của sản phẩm này có thể bám theo biến động của giá nhôm. Tuy nhiên khó có khả năng giảm dưới mốc 700 USD/tấn.
- Chúng tôi cũng lưu ý, nhu cầu của NaOH biến động cùng pha với tăng trưởng kinh tế do đầu ra phục vụ nhiều ngành nghề thiết yếu. Do đó, những biến động khó lường của kinh tế Trung Quốc có thể khiến giá Xút điều chỉnh mạnh.

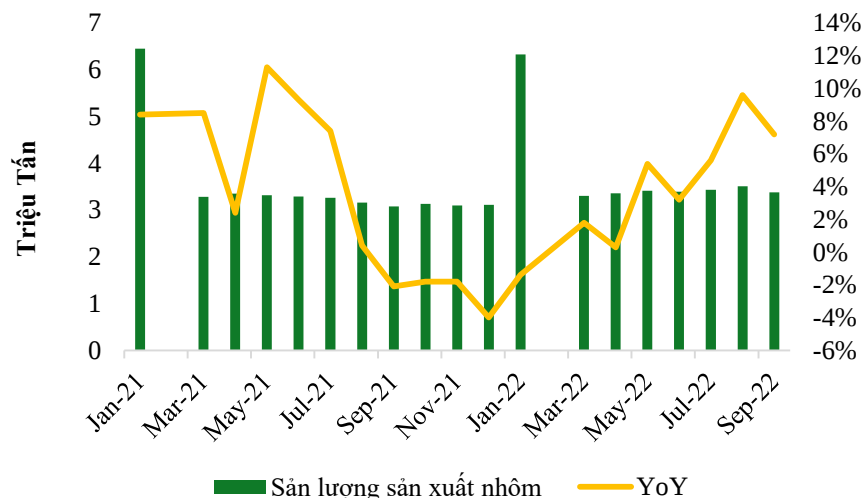
Cơ cấu tỷ trọng tiêu thụ của Xút



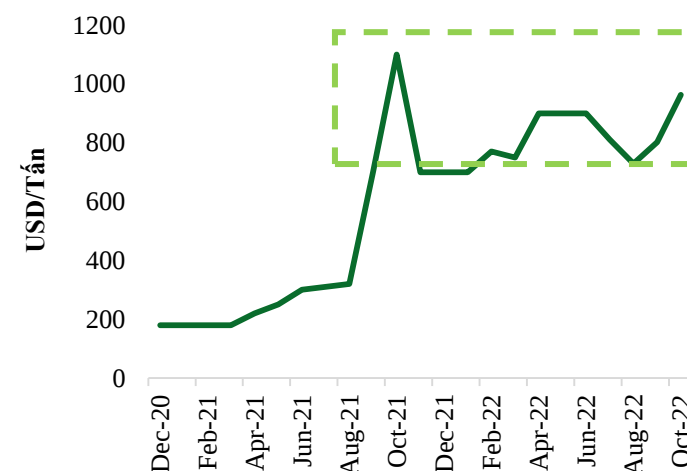
Sản lượng sản xuất Xút tại Trung Quốc



Sản lượng sản xuất nhôm tại Trung Quốc



Giá Xút (NaOH) tại Trung Quốc



DIỄN BIẾN NGÀNH

TRIỂN VỌNG NGÀNH

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

3.1. CTCP HÓA CHẤT CƠ BẢN MIỀN NAM (HOSE: CSV)

CẬP NHẬT KQKD 9M.2022



KẾT QUẢ KINH DOANH

-Doanh thu thuần 9 tháng đầu năm 2022 của CSV đạt 1,619 tỷ đồng (+53.5% yoy) và LNST đạt 357 tỷ đồng (+164% yoy). Doanh thu tăng trưởng chủ yếu đến từ sản lượng tiêu thụ các sản phẩm chính tăng mạnh và giá đầu ra cũng tăng cao. Sản lượng tiêu thụ của NaOH tăng 24%, HCl tăng 65%, Silicate tăng 75%, Phèn đơn tăng 51%, H_2SO_4 tăng 56%,.... Giá bán của NaOH tăng 95%, Silicate tăng 36%, H_2SO_4 tăng 31%...

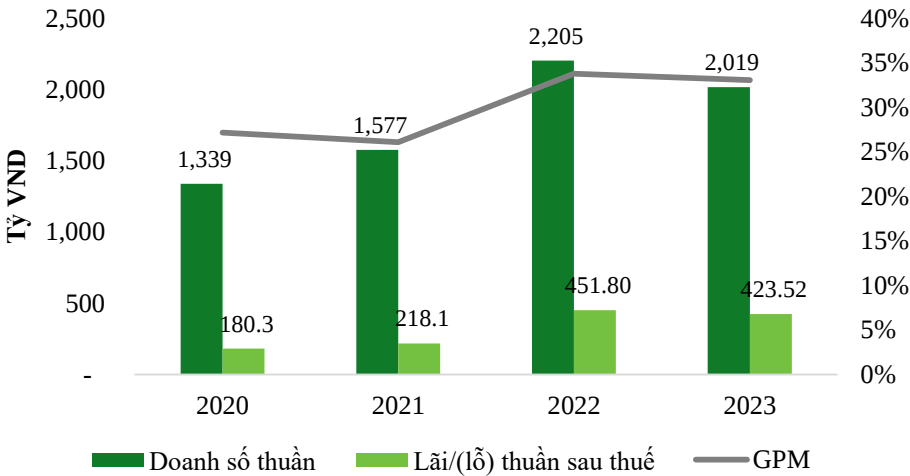
-Lợi nhuận ròng 9 tháng đầu 2022 của CSV rất tích cực, trong đó biên lợi nhuận ròng tăng từ mức 12.8% trong 9M.2021 lên 22% trong 9M.2022, nguyên nhân đến từ 1) Giá bán điều chỉnh tăng mạnh hơn giá đầu vào giúp nở rộng biên lợi nhuận; 2) Dây chuyền sản xuất Xút mới giúp gia tăng sản lượng tiêu thụ.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

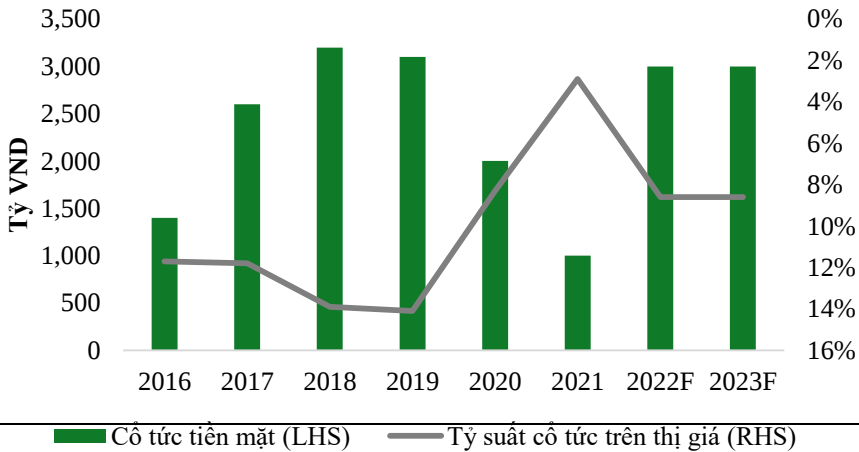
-Giá Xút duy trì ở mức cao giúp đà tăng trưởng vẫn tích cực trong Q4/2022: CSV ký hợp đồng với khách hàng với thời hạn 6 tháng, vì vậy mức giá bán cao như hiện tại sẽ giúp kết quả kinh doanh của CSV tích cực trong ít nhất 2 quý tới. Ngoài ra, việc giá đầu vào là lưu huỳnh có sự sụt giảm rất mạnh thời gian gần đây sẽ giúp biên lợi nhuận được mở rộng hơn nữa trong các quý tới.

-Tỷ lệ cổ tức trên thị giá hiện tại hấp dẫn: VCBS dự báo LNST của CSV trong năm 2022 đạt 452 tỷ, tương ứng với EPS 9,090 VND/cổ phiếu. Công ty có Tỷ lệ chi trả cổ tức (Payout Ratio) trung bình từ 30-40%, tương ứng với khoảng 3,000 VND/cổ phiếu với mức LNST của 2022. Mức cổ tức này tương ứng với tỷ suất sinh lợi 8% khá hấp dẫn.

KQKD của CSV



Tỷ suất cổ tức hấp dẫn



3.1. CTCP HÓA CHẤT CƠ BẢN MIỀN NAM (HOSE: CSV)

KHUYẾN NGHỊ MUA VỚI GIÁ MỤC TIÊU ĐẠT 51,000 VND/CP



BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG

Năm	2019	2020	2021	2022F	2023F
DTT	1,566	1,339	1,577	2,205	2,019
EBITDA	277	226	262	491	452
LNST	251	180	218	452	424
EPS	5,028	3,636	4,299	9,090	8,450

- Biên lợi nhuận 2H.2022 duy trì mức cao khi chi phí nguyên vật liệu đầu vào có mức giảm mạnh trong Q4/2022 và giá bán neo cao.
- Sản lượng tiêu thụ năm 2023 đi ngang do đã hoạt động gần hết công suất.

ĐỊNH GIÁ NĂM 2022 BẰNG 2 PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH P/E VÀ CHIẾT KHẤU FCFF

- Định giá bằng phương pháp P/E:
EPS forward 8,450 đồng/cp * P/E mục tiêu 6.5x = 49,000 đồng/cp
- Định giá bằng phương pháp chiết khấu FCFF
Giá trị 1 cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu FCFF đạt 53,000 đồng/cp

- Giá mục tiêu định giá theo 2 phương pháp đạt 51,000 đồng/cp (UPSIDE: 28%)

3.2. CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (HOSE: DGC)

CẬP NHẬT KQKD 9M.2022



KẾT QUẢ KINH DOANH

-Doanh thu thuần 9M.2022 của DGC đạt 11,333 tỷ đồng (+86% yoy) và LNST đạt 4,917 tỷ đồng (+342% yoy). Doanh thu tăng trưởng chủ yếu do giá bán đầu ra tăng cao trong bối cảnh thắt chặt nguồn cung trên thế giới. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ Phốt pho vàng tăng nhẹ trong khi hầu hết sản lượng tiêu thụ các sản phẩm dẫn xuất như Acid Photphoric Trích ly, Acid Photphoric Thực phẩm, phân DAP, phân lân,... có mức tăng trưởng âm. Nguyên nhân của sự tăng trưởng âm này chủ yếu đến từ việc nhu cầu phân bón trong nước thấp do giá cao và công ty chủ động đẩy mạnh sản xuất Acid Photphoric Điện tử.

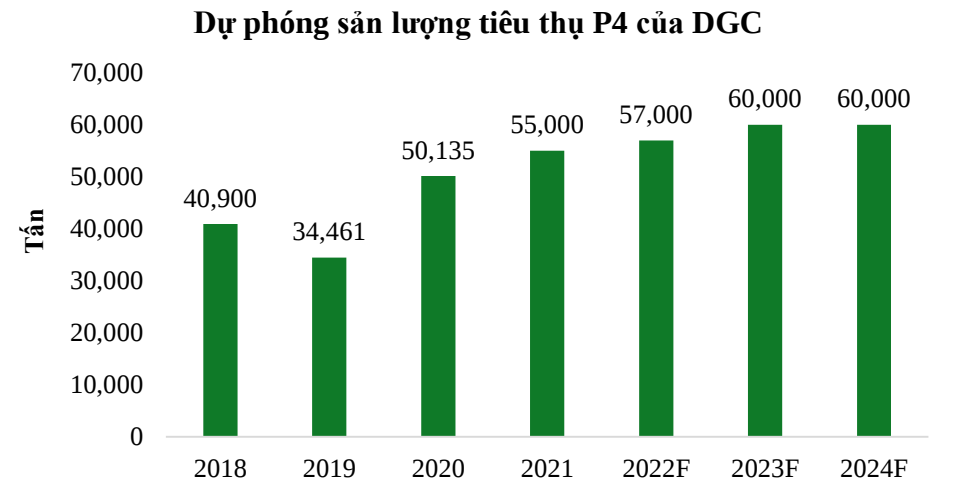
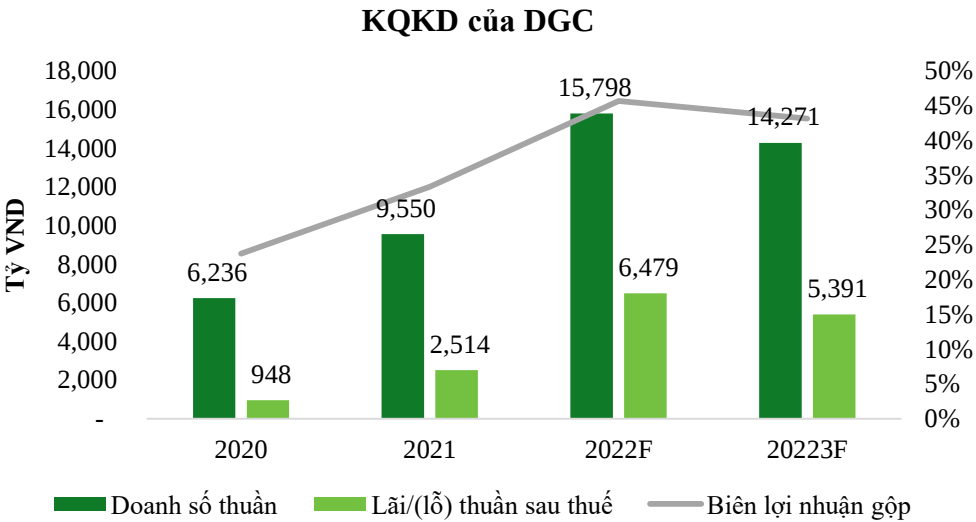
-Lợi nhuận ròng của DGC cho mức tăng trưởng tốt từ mức 18.2% năm 9M.2021 lên 43.4% 9M.2022. Nguyên nhân chủ yếu tới từ sự mở rộng biên lợi nhuận trong bối cảnh giá đầu ra tăng mạnh nhưng giá đầu vào tăng chậm hơn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

-Giá Phốt pho vàng tiếp tục duy trì mức cao hỗ trợ lợi nhuận: Tình trạng thiếu điện tại các tỉnh sản xuất Phốt pho lớn như Vân Nam, Tứ Xuyên làm nhiều mỏ quặng phải dừng sản xuất. Trong khi đó nhu cầu cho Phốt pho vàng vẫn tích cực khi xu hướng sản xuất pin LFP đang trong giai đoạn bùng nổ. Qua đó tiếp tục hỗ trợ giá bán Phốt pho vàng và các sản phẩm dẫn xuất.

RỦI RO ĐẦU TƯ

-Giá Phốt pho vàng sụt giảm do nhu cầu trong ngắn hạn: Hiện nay, doanh số chất bán dẫn đang cho thấy mức tăng trưởng chậm lại do lo ngại về suy thoái toàn cầu. Mức sụt giảm đặc biệt lớn tại Trung Quốc có thể kéo theo sự điều chỉnh của giá Phốt pho vàng.



3.2. CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (HOSE: DGC)

KHUYẾN NGHỊ MUA VỚI GIÁ MỤC TIÊU 95,000 VNĐ/CP



BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG

Năm	2019	2020	2021	2022F	2023F
DTT	5,091	6,236	9,550	15,798	14,271
EBITDA	849	1,254	2,821	6,650	5,594
LNST	572	948	2,541	6,479	5,391
EPS	4,241	5,733	13,122	16,108	13,447

- Giá Phốt pho vàng và các dẫn xuất duy trì cao hỗ trợ kết quả kinh doanh
- Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng nhờ nhu cầu cao và đẩy mạnh dòng sản phẩm Acid Photphoric Điện tử

ĐỊNH GIÁ NĂM 2022 BẰNG 2 PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH P/E VÀ CHIẾT KHẤU FCFF

- Định giá bằng phương pháp P/E:
EPS forward **13,447** đồng/cp * P/E mục tiêu **7x** = **94,000** đồng/cp
- Định giá bằng phương pháp chiết khấu FCFF
Giá trị 1 cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu FCFF đạt **96,000** đồng/cp

- Giá mục tiêu định giá theo 2 phương pháp đạt **95,000** đồng/cp (**UPSIDE: 22%**)

3.2. CTCP DAP – VINACHEM (UPCOM: DDV)

CẬP NHẬT KQKD 9M.2022



KẾT QUẢ KINH DOANH

-Doanh thu thuần 9M.2022 của DDV đạt 2,463 tỷ đồng (+14.1% yoy) và LNST đạt 350 tỷ đồng (+120% yoy). Doanh thu tăng trưởng chủ yếu do giá bán đầu ra tăng cao do thiết hụt nguồn cung trên thế giới khi các nước lớn Trung Quốc và Nga hạn chế xuất khẩu phân bón.

-Sản lượng tiêu thụ 9M.2022 của DDV chỉ đạt 126,000 tấn (-38% yoy), đây là mức tiêu thụ thấp điểm trong nhiều năm trở lại đây, nguyên nhân chủ yếu là do 1) Thời tiết không thuận lợi, mưa nhiều gây ảnh hưởng tới nhu cầu sử dụng phân bón; 2) Giá phân bón ở mức cao trong khi giá gạo giảm làm nông dân hạn chế sử dụng.

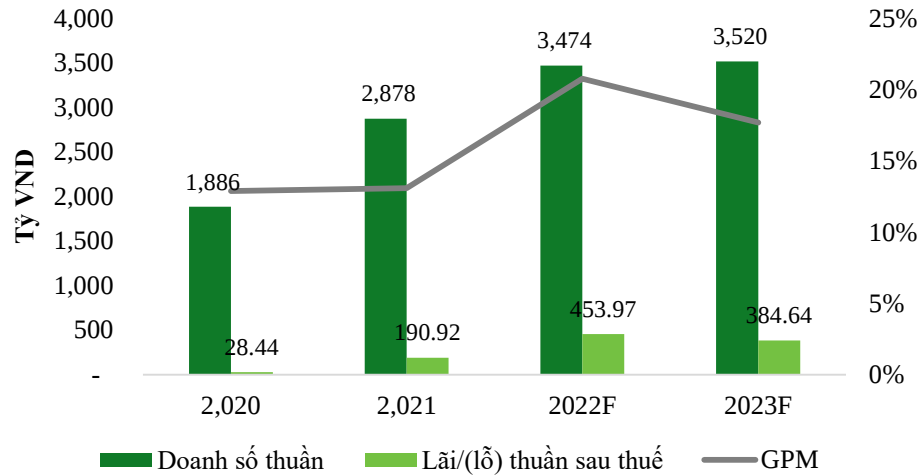
-Lợi nhuận ròng của DDV cho mức tăng trưởng tốt từ mức 7.4% năm 9M.2021 lên 14.2% trong 9M.2022. Nguyên nhân chủ yếu tới từ sự mở rộng biên lợi nhuận trong bối cảnh giá đầu ra tăng mạnh nhưng giá đầu vào tăng chậm hơn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

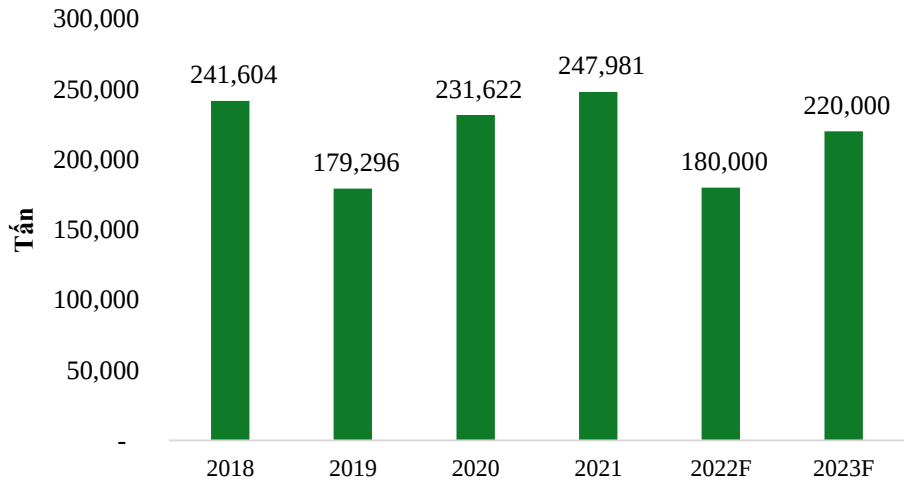
-Giá phân DAP do nguồn cung thiếu hụt hỗ trợ biên lợi nhuận: Tình trạng thiếu hụt nguồn cung trên thế giới do lệnh cấm vận xuất khẩu của Trung Quốc và Nga đã đẩy giá phân DAP lên cao. Bên cạnh đó việc giá đầu là đá phosphate vẫn duy trì rất cao cũng là yếu tố tích cực cho giá DAP.

-Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng sẽ tích cực hơn trong Q4/2022 và 2023 khi tới vụ mùa chính Đông Xuân, bên cạnh đó giá gạo đang có xu hướng tăng sẽ hỗ trợ cho nông dân tiêu thụ phân bón giá cao.

KQKD của DDV



Sản lượng tiêu thụ phân DAP của DDV



3.2. CTCP DAP – VINACHEM (HOSE: DDV)

KHUYẾN NGHỊ MUA VỚI GIÁ MỤC TIÊU 15,000 VNĐ/CP

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG

Năm	2019	2020	2021	2022F	2023F
DTT	1,646	1,886	2,878	3,474	3,520
EBITDA	152	213	328	581	486
LNST	5.7	28.44	190.92	454	385
EPS	39	195	1,307	3,107	2,632

- Giá phân DAP duy trì ở mức cao do giá đầu vào cao và thiết hụt nguồn cung trên thế giới hỗ trợ lợi nhuận
- Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng hồi phục về mức trung bình vào vụ Đông Xuân và tình trạng mưa lớn giảm.

ĐỊNH GIÁ NĂM 2022 BẰNG 2 PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH P/E VÀ CHIẾT KHẤU FCFF

- Định giá bằng phương pháp P/E:
EPS forward **2,632** đồng/cp * P/E mục tiêu **5.5x** = **14,000** đồng/cp
- Định giá bằng phương pháp chiết khấu FCFF
Giá trị 1 cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu FCFF đạt **16,000** đồng/cp

- Giá mục tiêu định giá theo 2 phương pháp đạt **15,000** đồng/cp (**UPSIDE: 35%**)

Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Vũ Thế Duyệt

Chuyên viên phân tích

vtduyet@vcbs.com.vn