Ngành : Hóa chất *(Báo cáo gần nhất: Link)*

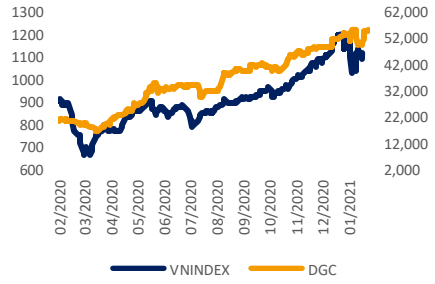
Khuyến nghị	MUA	CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (HSX: DGC) Hưởng lợi từ 5G tiếp tục trong năm 2021			
Giá hiện tại:	58,400	Ngày viết báo cáo:	23/02/2021	**Cơ cấu cổ đông**	
Giá mục tiêu trước đây	55,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	148	Đào Hữu Huyền	17.8%
Giá mục tiêu 1 năm mới	72,800	Vốn hóa (tỷ đồng)	8,137	Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	8.8%
Tỷ suất cổ tức	10%	Thanh khoản bình quân 10 phiên:	893,510	Ngô Thị Ngọc Lan	6.8%
Tiềm năng tăng giá	**32.5%**	Sỡ hữu nước ngoài	1.8%	Đào Hữu Kha	6.1%

Chuyên viên phân tích ngành:
Nguyễn Thị Cẩm Tú
(Hóa chất, Thủy sản, Dệt may)
tuntc@bsc.com.vn

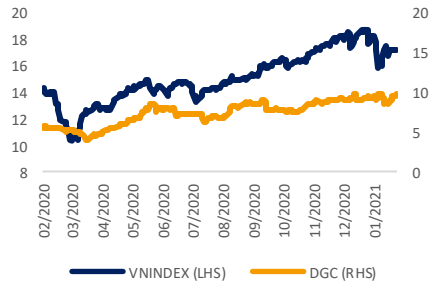
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 63,600 VND
Giá cắt lỗ: 45,600 VND

Bảng so sánh giá DGC và VN- Index



Bảng so sánh P/E của DGC và VN Index



Định giá

- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DGC với giá mục tiêu 2021 là 72,800 đồng, +32% so với mức giá ngày 22/02/2021 là 58,400 đồng do (i) điều chỉnh dự phóng kinh doanh của năm 2021/+9% (mảng truyền thống) (ii) nâng mức PE mục tiêu lên 9.5 (iii) đưa vào dự phóng RNAV Dự án bất động sản 44 Đức Giang (giá trị ~ 352 tỷ)

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế (mảng truyền thống) năm 2021 đạt 7,144 tỷ (+14.5% YoY) và 1,198 tỷ (+26.4% YoY). EPS FW 2021 = 7,572 đồng, PE FW 2021 = 7.8, thấp hơn 10% mức PE FW ngành và 55% mức PE FW của VN – Index.
- BSC dự phóng giá trị RNAV Dự án Bất động sản 44 Đức Giang là 352 tỷ.

Catalyst

- Lợi nhuận từ Dự án Bất động sản 44 Đức Giang (Thời gian khởi công: Q4/2021, Thời gian hoàn thành: Q4/2023)
- Lợi nhuận từ Dự án Tổ hợp Đức Giang – Nghi Sơn (Giai đoạn 1 và 2) đạt 800 tỷ

Rủi ro

- Rủi ro về chính sách liên quan đến môi trường
- Rủi ro liên quan đến dự án "Tổ hợp Hóa chất Đức Giang – Nghi Sơn"

Cập nhật doanh nghiệp

- **Kết quả kinh doanh năm 2020 ghi nhận tốc độ tăng trưởng vượt bậc** với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 6,236 tỷ (+22.5% YoY) và 948 tỷ (+65.8% YoY). Kết quả này tương đương với 95.3% và 101% dự phóng mới nhất của BSC.
- **Triển vọng năm 2021:** BSC cho rằng nhu cầu Phốt pho vàng vẫn tiếp tục tăng trưởng sau khi nhận thấy triển vọng đơn hàng cho các thiết bị 5G (cần nhiều hơn 40% lượng chip so với 4G) khả quan trong năm 2020. Với các sản phẩm khác (Axit Photphoric, Phân bón), BSC giữ quan điểm thận trọng với doanh thu đi ngang/tăng nhẹ.

	2020	2021F	Peer	VN-Index
PE (x)	8.9	7.8	8.8	14.7
PB (x)	1.9	1.8	1.8	2.0
PS (x)	0.8	0.7	0.8	1.5
ROE (%)	25%	28%	22%	13%
ROA (%)	18%	19%	15%	2.4%

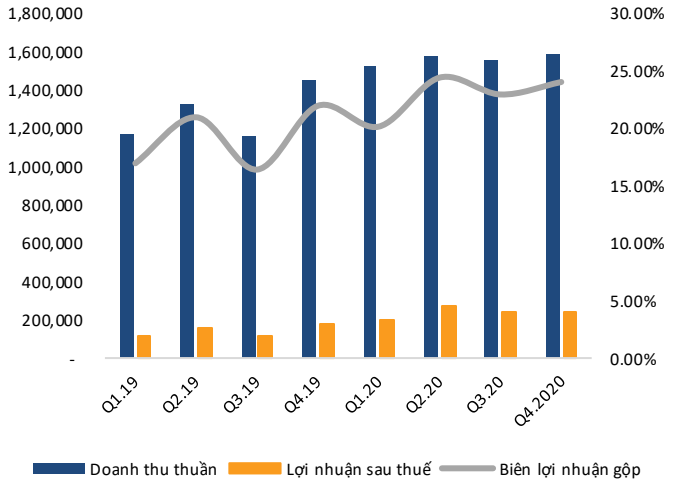
	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu	6,062	5,090	6,236	7,144
Lợi nhuận gộp	1,368	1,006	1,479	1,771
Lợi nhuận sau thuế	882	572	948	1,198
EPS	7,674	4,241	5,728	7,572
Tăng trưởng EPS		-44%	35%	28%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2020

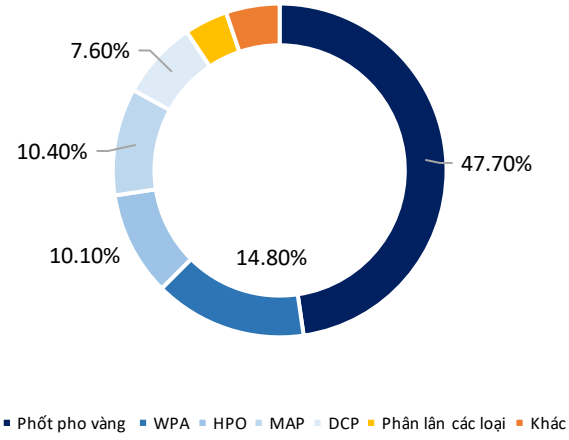
Năm 2020, DGC ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng vượt bậc. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 6,236 tỷ (+22.5% YoY) và 948 tỷ (+65.8% YoY), tương đương 95.3% và 101% dự phóng mới nhất của BSC.

Biên lợi nhuận gộp cả năm đạt 22.9%, tăng hơn 3 điểm phần trăm so với mức 19.8% năm 2019. Việc cải thiện biên gộp chủ yếu do (i) chi phí đầu vào giảm: giá điện giảm 10% trong tháng 4 và 5 nhờ chính sách hỗ trợ của chính phủ (khó xảy ra trong năm 2021), than cốc giảm 5%, giá apatit giảm (ii) các sản phẩm có biên gộp cao tăng tỷ trọng.

Doanh thu và lợi nhuận của DGC



Cơ cấu doanh thu 9T.2020

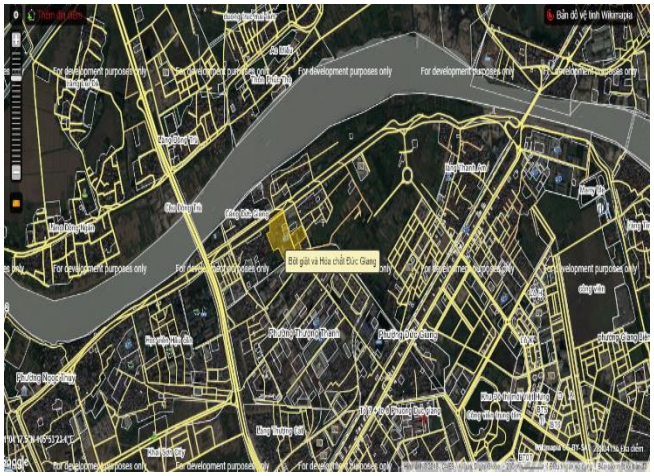


Nguồn: DGC

Cập nhật tiến độ Dự án Bất động sản 44 Đức Giang: Dự án Bất động sản đã hoàn thành việc xin giấy phép 1:500, đồng thời, Tập đoàn đã thành lập Công ty Bất động sản Đức Giang (DGLand) với vốn điều lệ 500 tỷ đồng. BSC cho rằng công ty sẽ thực hiện đúng tiến độ đề ra trước đó: Khởi công vào Q4/2021 và Hoàn thành vào Q4/2021 (Định giá dự án Bất động sản chi tiết ở Mục III).

Tổ hợp công trình công cộng, trường học và nhà ở Đức Giang có diện tích là 54 ha, dự kiến phần nhà ở bao gồm chung cư và nhà phố thương mại. Dự án nằm ở vị trí trung tâm quận Long Biên, giao thông thuận tiện do hạ tầng đường xá đồng bộ.

Một số thông tin chung về Dự án:



Chỉ tiêu	Thông tin
Diện tích	54 ha
Số căn chung cư	831
Số căn shophouse	53
Thời gian khởi công	Q4/2021

Nguồn: DGC

Bảng So sánh các Dự án Bất động sản gần Dự án 44 Đức Giang

Dự án	Vị trí	Giá chung cư (triệu/m2)	Thông tin dự án
Dự án Bình Minh Garden	93 Đức Giang (cách dự án DGC 240 m)	28z	Số lượng căn hộ: 494 căn Số lượng nhà ở thấp tầng: 101 căn
Dự án An Quý Hưng Riverside	Tổ 18 Thượng Thanh (cách dự án DGC 400 m)	23 - 26	Số lượng căn hộ: 378 căn
Dự án Chung cư Hanoi Homeland	29 Thượng Thanh (cách dự án DGC 2.6 km)	24 - 25	Só lượng căn hộ: 1,000 căn
Dự án Chung cư Berriver Long Biên	390 Nguyễn Văn Cừ (cách dự án DGC 4.7 km)	30	

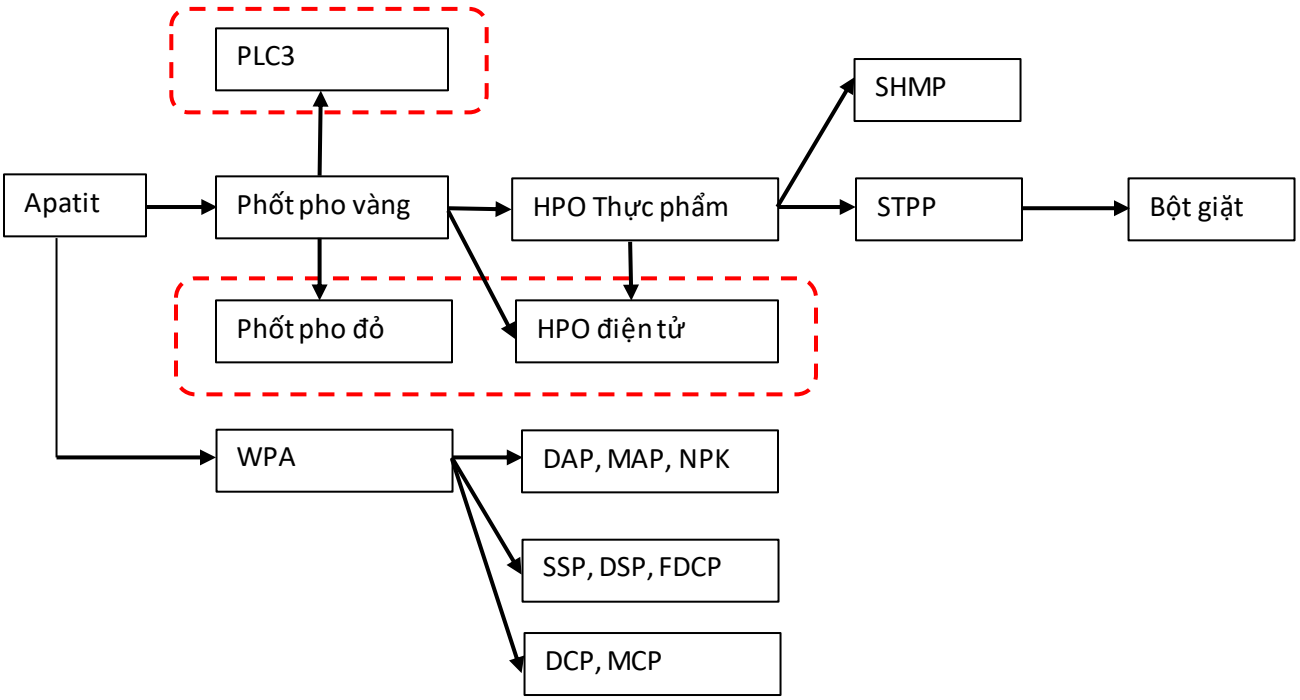
Nguồn: BSC tổng hợp

II. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

(1) Doanh nghiệp đầu ngành với chuỗi giá trị hoàn chỉnh trong ngành nghề kinh doanh có rào cản gia nhập lớn

Doanh nghiệp đầu ngành với chuỗi giá trị hoàn chỉnh từ nguyên liệu đầu vào; công suất lớn nhất (50% thị phần sản lượng) và xuất khẩu vào các thị trường khó tính (Hàn Quốc, Nhật Bản)

Chuỗi sản phẩm của Tập đoàn Đức Giang



**Khung đỏ: Sản phẩm đang trong quá trình nghiên cứu*

Bảng Các sản phẩm của Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

Tên sản phẩm	Công dụng
Phốt pho vàng	Dùng trong công nghiệp điện tử, bán dẫn, chất chống cháy,…
HPO Thực phẩm (Axit photphoric thực phẩm)	Dùng làm nguyên liệu sản xuất muối phốt phát, Dùng trong công nghiệp điện tử, bán dẫn, thực phẩm đồ uống
WPA (Axit photphoric trích ly)	Dùng làm nguyên liệu sản xuất các phân bón phức hợp, Dùng trong công nghiệp thực phẩm, nông nghiệp
STPP, SHMP	Dùng trong công nghiệp giấy, dệt nhuộm, hóa dầu,…
DAP, MAP, NPK,	Phân bón phức hợp
SSP, DSP, FDCP	Phân bón supe lân
DCP, MCP	Thức ăn chăn nuôi

Nguồn: DGC

Trải qua hơn 58 năm trong ngành hóa chất và 12 năm trong sản xuất phốt pho vàng, DGC đã vươn lên thành doanh nghiệp lớn nhất ngành hóa chất với chuỗi sản phẩm đi từ quặng apatit. Lợi thế của công ty không chỉ

nằm ở việc giá thành sản xuất thấp mà còn khả năng phát triển chế biến sâu các sản phẩm từ phốt pho, giúp công ty cải thiện biên lợi nhuận và đa dạng hóa đầu ra.

Việc hạ thấp giá thành, làm chủ chuỗi chu trình sản xuất luôn là mục tiêu chính mà Tập đoàn Đức Giang theo đuổi. Trong quá khứ, Tập đoàn đã từng cải tiến công nghệ để có thể sản xuất Phốt pho từ quặng Apatit loại III với hiệu suất cao. Hiện tại, Đức Giang tiếp tục đang hướng tới việc cắt giảm chi phí từ (i) Quặng Apatit và (ii) Điện. **Đây là hai chi phí lớn nhất trong cơ cấu giá vốn hiện tại của công ty: Quặng Apatit (cùng với quắc zít, than cốc) chiếm 30% chi phí, Điện chiếm 40% chi phí.**

Về chi phí Quặng, việc khai thác quặng Apatit từ Khai trường 25 trong năm 2021 được kỳ vọng sẽ làm giảm chi phí khai thác so với việc nhập ngoài khoảng 240 tỷ (con số BSC ước tính), tương đương với 25% lợi nhuận sau thuế năm 2020).

Bảng Dự phóng chi phí cắt giảm khi Khai trường 25 đi vào hoạt động

Chỉ tiêu	Số liệu BSC ước tính
Giá vốn khai thác của Công ty Apatit Việt Nam	500,000 VND/tấn
Giá nhập của Tập đoàn Hóa chất Đức Giang	1,200,000 VND/tấn
Giá vốn khai thác khai trường 25 năm 2021 (BSC ước tính)	700,000 VND/tấn
Tỷ lệ tự cung cấp quặng (BSC ước tính)	~30%
Sản lượng DGC dự kiến khai thác	Năm 1: 400,000 tấn (Quặng I: 50,000 tấn, Quặng III: 350,000 tấn) Năm 2 đến năm 5: 670,000 tấn (Quặng I: 90,000 tấn, Quặng III: 580,000 tấn) Năm 6: 586,570 tấn (Quặng I: 81,880 tấn, Quặng III: 504,690 tấn)
Phần chi phí được giảm đi khi chuyển sang dùng quặng tự khai thác	**Năm 1: 240 tỷ VND** **Năm 2 đến năm 5: 402 tỷ VND** **Năm 6: 352 tỷ VND**

Nguồn: BSC ước tính

Về chi phí Điện, DGC cho biết công ty sẽ tái khởi động dự án nhà máy Nhiệt điện 100MW và dự kiến sẽ trình trong Đại hội cổ đôgn 2021. Hiện tại, mặt bằng cho nhà máy đã thực hiện đền bù và san gạt.

Một số thông tin chung về dự án

Chỉ tiêu	Thông tin
Tổng mức đầu tư	2,000 tỷ đồng
Nguồn nguyên liệu	Than và khí dư từ các nhà máy Phốt pho vàng
Tiến độ dự kiến	Thực hiện các thủ tục đầu tư trong Q2.2021

Nguồn: DGC

Về công suất Phốt pho vàng, Tập đoàn Đức Giang đang là doanh nghiệp có công suất lớn nhất với thị phần là 50%, tương đương 60,000 tấn/năm. Vị thế này cách xa so với doanh nghiệp lớn thứ hai là 20,000 tấn/năm.

Với thị phần lớn và sản phẩm chất lượng cao (nồng độ lưu huỳnh thấp, độ tinh khiết cao), sản phẩm của DGC được xuất khẩu tới các thị trường khó tính (Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan).

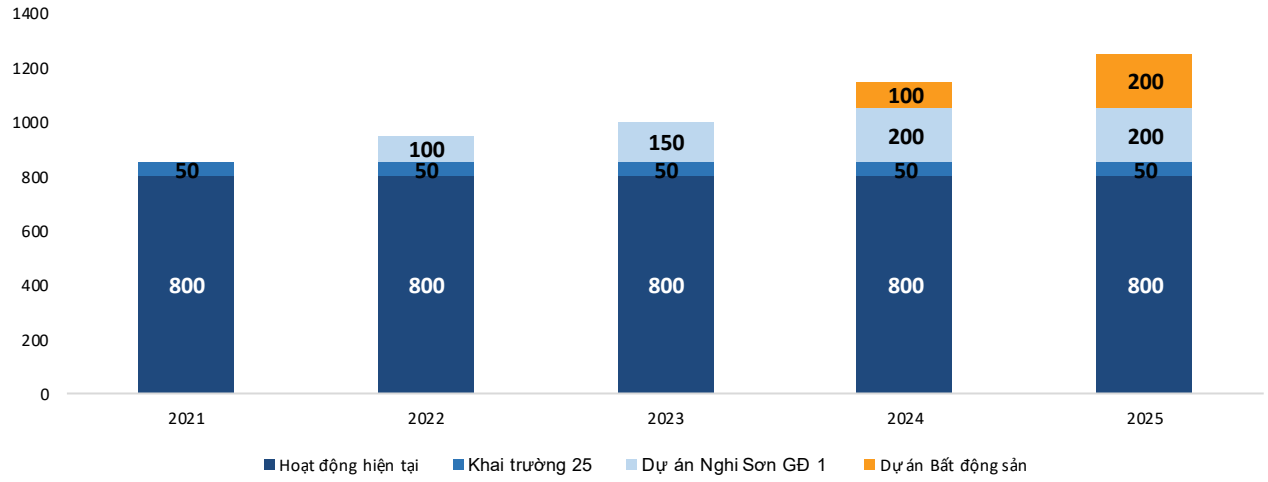
Hóa chất là ngành nghề kinh doanh có rào cản gia nhập lớn

Do đặc thù của ngành hóa chất, các đối thủ mới bị rào cản lớn khi gia nhập ngành do (i) thủ tục giấy phép khó khăn do rủi ro môi trường (ii) vốn đầu tư ban đầu lớn. Riêng đối với sản phẩm Phốt pho vàng, việc mở rộng/ xây dựng nhà máy khai thác tại Việt Nam gần như bất khả thi, do đó, các doanh nghiệp trong ngành không chịu sự cạnh tranh từ đối thủ bên ngoài.

(2) Doanh nghiệp có chiến lược phát triển tham vọng khi bước sang sản phẩm hóa chất mới

Dự án Tổ hợp Hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn (DGN) đánh dấu việc Tập đoàn Hóa chất Đức Giang mở rộng sang sản phẩm hóa chất mới, đi tìm hướng phát triển mới (tập trung thị trường nội địa thay vì xuất khẩu). Dự án chia làm ba giai đoạn tới tầm nhìn đến năm 2026 với tổng mức đầu tư là 12,000 tỷ đồng.

Kế hoạch kinh doanh của DGC giai đoạn 2021 - 2025



Bảng Các giai đoạn đầu tư của Dự án Đức Giang – Nghi Sơn

Giai đoạn	Vốn đầu tư (tỷ)	Sản phẩm	Tiến độ	Dự kiến lợi nhuận
Giai đoạn 1	2,400	Xút lỏng công suất 50,000 tấn/năm	Đang giải phóng mặt bằng	Giai đoạn 1 & 2: + Doanh thu: 6,000 – 7,000 tỷ + Lợi nhuận: 800 tỷ
Giai đoạn 2	6,000	Xút rắn công suất 100,000 tấn năm và nhựa PVC 150,000 tấn/năm	2022 – 2024	
Giai đoạn 3	3,600	Soda công suất 400,000 tấn/năm	2025 - 2026	

Nguồn: DGC

Tập đoàn đã thành lập công ty TNHH MTV Hóa chất Đức Giang Nghi Sơn tại KCN 15 – Khu kinh tế Nghi Sơn với vốn điều lệ là 1,000 tỷ đồng. Giai đoạn 1 của dự án tập trung cho sản phẩm Xút và các hóa chất liên quan. Với sản lượng xây dựng dự kiến, DGC sẽ vượt CSV thành nhà sản xuất Xút lớn thứ hai tại Việt Nam (CSV có kế hoạch tăng sản lượng Xút lên 50,000 tấn/năm sau khi di dời nhà máy – tuy nhiên dự án chưa được Vinachem phê duyệt). Ban lãnh đạo có chia sẻ rằng lợi nhuận dự kiến từ giai đoạn 1 có thể đạt 192 tỷ lợi nhuận (~20% LNST năm 2020).

Bảng các sản phẩm chính trong giai đoạn 1 của dự án

	Số lượng (tấn)	Đơn giá (triệu VND)	Doanh thu (triệu VND)	Lợi nhuận (triệu VND)
NaOH 98%	50,000	9.3	465,000	50,000
HCl 35%	15,000	2.3	35,000	7,500
PAC	20,000	4.7	93,000	20,000
Ca(Ocl)2 70%	20,000	24.9	498,000	40,000
Javen 30%	10,000	2.0	20,000	2,000
Cl2 (lỏng) (99%	2,000	6.0	12,000	2,000
Chloramin B	2,000	100	200,000	40,000
Tổng			**1,533,000**	**191,500**

Nguồn: DGC

BSC cho rằng Dự án Nghi Sơn – Đức Giang trong trường hợp thành công sẽ nâng tầm vị thế của Đức Giang lên một mức mới. Ở chiều ngược lại, xét đến quy mô của dự án (tổng mức đầu tư: 12,000 tỷ) là rất lớn, mọi rủi ro liên quan đến Dự án Nghi Sơn – Đức Giang đều ảnh hưởng lớn đến Tập đoàn.

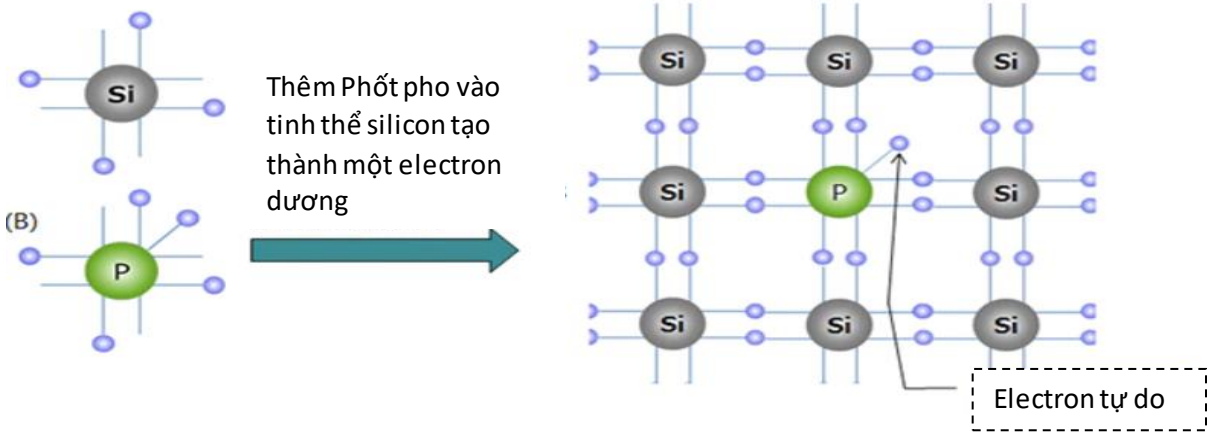
(i) Rủi ro vận hành: Xút là sản phẩm hóa chất mới mà Đức Giang chưa có nhiều kinh nghiệm nhiều như Phốt pho, do đó, việc xây dựng và vận hành một nhà máy quy mô lớn sẽ tồn tại các vấn đề công ty chưa lường trước.

(ii) Rủi ro tài chính: Tập đoàn dự kiến vay 1,500 tỷ từ ngân hàng cho cả ba giai đoạn của dự án Nghi Sơn – Đức Giang. BSC đánh giá rằng tuy việc vay vốn làm tăng chi phí lãi vay của tập đoàn nhưng rủi ro tài chính không phải rủi ro lớn do công ty có nguồn tiền mặt và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh hiện tại dồi dào.

(3) Triển vọng 2021 khả quan nhờ hưởng lợi từ nhu cầu 5G và việc cắt giảm chi phí

So với báo cáo mới nhất (Link), **BSC nâng quan điểm sang Tích cực về nhu cầu Phốt pho vàng trong năm 2021 do nhu cầu sản xuất các thiết bị 5G còn rất lớn trong năm 2021**

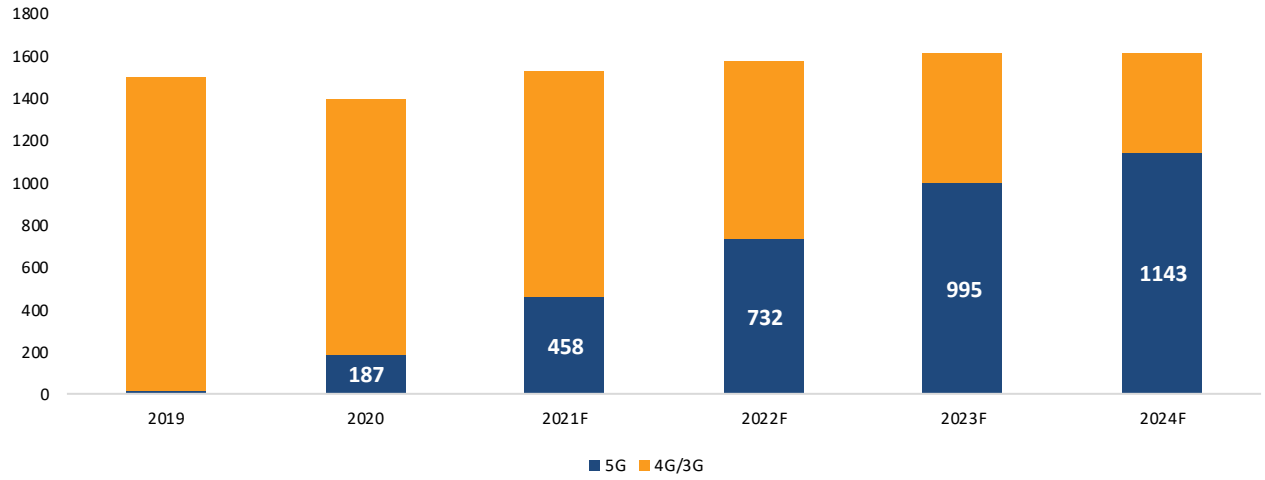
Phốt pho là một nguyên tố hóa học cơ bản, được sử dụng trong nhiều lĩnh vực: điện tử, bán dẫn, y tế, thức ăn chăn nuôi, … Trong lĩnh vực sản xuất chất bán dẫn (silicon), silicon tinh khiết gần với đặc tính cách điện và chỉ cho dòng điện nhỏ đi qua. Vì vậy, một lượng Phốt pho được "pha tạp" (dope) với silicon để tăng khả năng dẫn điện của chất bán dẫn (nhờ có một electron thứ 5 di chuyển tự do ở vòng ngoài), tạo thành chất bán dẫn loại n (n – type). **Do đó, sản lượng sản xuất chất bán dẫn (chip) tỷ lệ thuận với sản lượng sử dụng Phốt pho.**



Nguồn: BSC sưu tầm

Trong năm 2021, BSC cho rằng sản lượng sản xuất chip tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu đối với các thiết bị 5G tiếp tục tăng mạnh, thay thế cho các thiết bị 3G/4G (thiết bị 5G cần nhiều hơn 30 – 40% số lượng chip so với thiết bị 4G).

Dự phóng số lượng điện thoại thông minh trên thế giới (triệu đơn vị)



Nguồn: Gartner

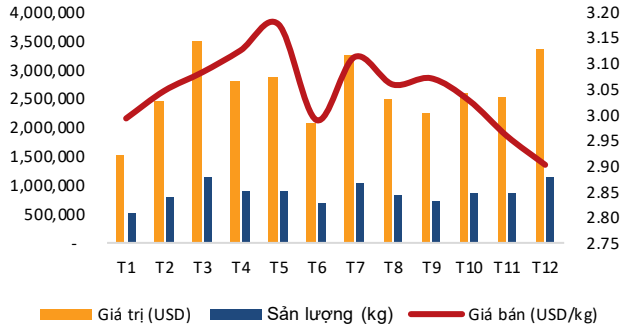
Trong năm 2020, Lào Cai – tỉnh sản xuất Phốt pho lớn nhất Việt Nam ghi nhận giá trị xuất khẩu đạt 232 triệu USD (+ 16.5% YoY). Trong khi đó, Hàn Quốc và Đài Loan – hai quốc gia có thế mạnh về sản xuất chip đều ghi nhận giá trị nhập khẩu Phốt pho từ Việt Nam tăng mạnh, lần lượt là 12.6% và 21.6% YoY. Riêng TSMC (Đài Loan) – doanh nghiệp sản xuất chip lớn nhất thế giới – cho biết công ty đang hoạt động hết công suất và có kế hoạch mở rộng trong thời gian tới để phục vụ nhu cầu khách hàng.

Bảng Giá trị xuất khẩu Phốt pho vàng của Việt Nam sang các thị trường

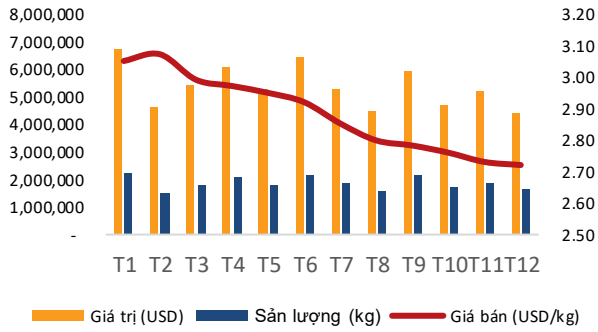
Sp: Phốt pho vàng – triệu USD	**Kim ngạch 2020**	**%YoY**
Tỉnh xuất khẩu		
Lào Cai	232	+16.5%
Các thị trường xuất khẩu		
Nhật Bản	65.5	-11.9%
Hàn Quốc	32.1	+12.6%
Đài Loan	23.0	+21.6%

Nguồn: DGC, BSC tổng hợp

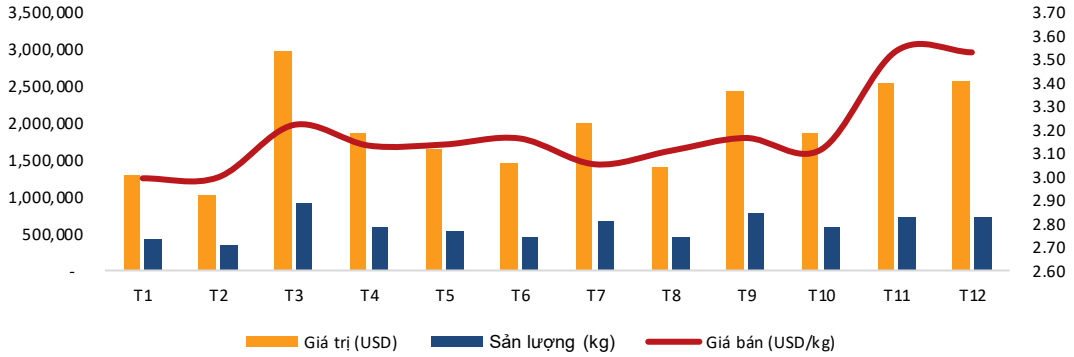
Giá trị xuất khẩu Phốt pho Việt Nam vào Hàn Quốc



Giá trị xuất khẩu Phốt pho Việt Nam vào Nhật Bản năm 2020



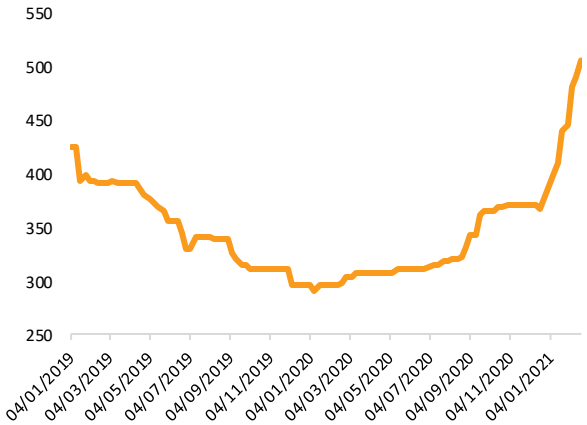
Giá trị xuất khẩu Phốt pho Việt Nam vào Đài Loan năm 2020



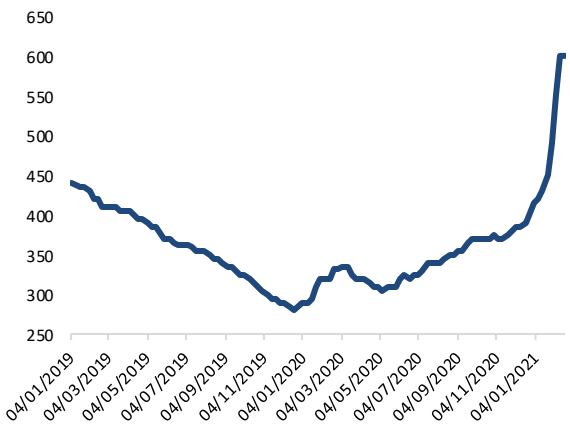
Nguồn: BSC tổng hợp

Đối với các sản phẩm khác (Axit Photphoric, Phân bón,..) BSC tiếp tục duy trì quan điểm trong báo cáo cập nhật trước (Link). Tuy nhiên, BSC sẽ cập nhật lại triển vọng các sản phẩm Phân bón trong báo cáo tới khi nhận thấy giá các loại phân bón trên thế giới tăng mạnh trong thời gian gần đây do thiếu hụt nguồn cung: giá DAP 2021 tăng 53.2% YoY và 38.8% năm 2020; giá MAP 2021 tăng 58.3% YoY và 41.3% năm 2020. Các sản phẩm phân bón (MAP và DAP) chiếm 8.1% doanh thu của DGC trong 9T.2020.

Giá DAP xuất khẩu ở Trung Quốc



Giá MAP ở Brazil



Nguồn: Bloomberg

Năm 2021, BSC kỳ vọng DGC cắt giảm được chi phí từ quặng nhờ đưa vào khai thác mỏ 25 (đã trình bày ở trên).

III. RỦI RO

(1) Rủi ro về chính sách thuế

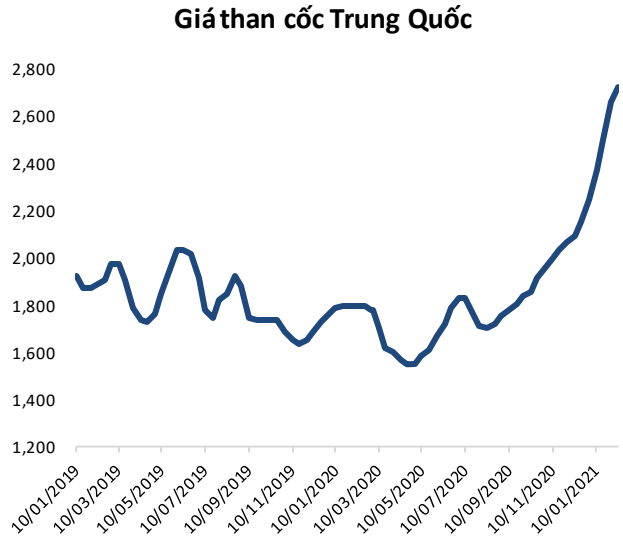
BSC đánh giá rằng rủi ro liên quan đến chính sách thuế là (i) rủi ro lớn và ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của Tập đoàn và (ii) rất khó để dự đoán được rủi ro này trong tương lai. Trong quá khứ, tỉnh Lào Cai đã từng đề xuất tăng thuế xuất khẩu Phốt pho vàng từ 5% lên 20% (đề xuất không được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

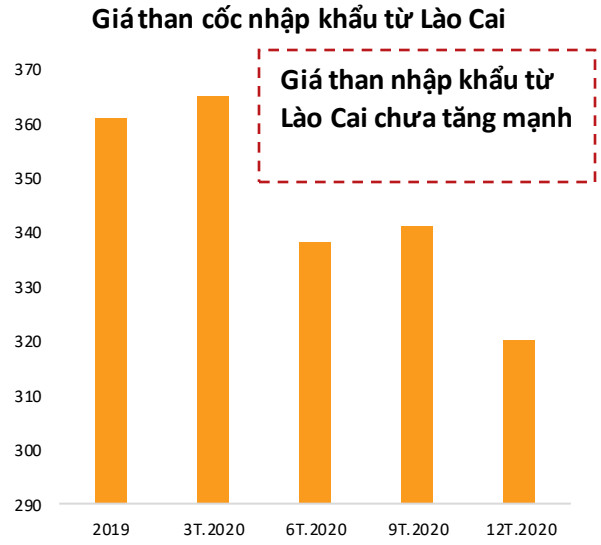
(2) Rủi ro về tăng chi phí đầu vào (trừ chi phí quặng)

Như phân tích ở trên, năm 2020 Tập đoàn được hưởng lợi nhiều từ chi phí đầu vào giảm. Tuy nhiên, BSC cho rằng năm 2021 sẽ khó có thể tiếp tục hưởng lợi do:

+ Chi phí điện: BSC dự kiến giá điện về mức bình thường trong năm 2021 do chính phủ không hỗ trợ giá điện vì dịch Covid – 19 như năm 2020

+ Chi phí than: Giá than trên thế giới đang có xu hướng tăng trở lại từ mức nền thấp của năm 2020. Tính đến thời điểm hiện tại, giá than cốc Trung Quốc tăng +39.9% YoY và +39.5% năm 2020. Do đó, tuy giá nhập khẩu than từ Lào Cai chưa tăng, BSC cho rằng giá nhập sẽ diễn biến tương đồng so với giá thế giới trong thời gian tới.





Nguồn: BSC tổng hợp

III. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi nâng khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DGC với giá mục tiêu 72,800 đồng/cp (+32.5% so với mức giá ngày 22/02/2021 là 58,400 đồng) dựa trên (i) mảng truyền thông với hai phương pháp FCFF và PE (tỷ trọng 60%/40%) và (ii) Dự án Bất động sản 44 Đức Giang (phương pháp RNAV)

Năm 2021, BSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2021 đạt 7,144 tỷ (+14.5% YoY) và 1,198 tỷ (+26.4% YoY) dựa trên các giả định:

(i) Doanh thu Phốt pho vàng tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ xu hướng 5G, trong khi doanh thu các sản phẩm khác đi ngang/tăng nhẹ: Phốt pho vàng (+12% YoY), Axit Photphoric (+5% YoY), Phân bón MAP (+2% YoY), Phụ gia DCP (+2% YoY).

Đv: tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	**5,091**	**6,236**	**7,144**	**7,053**
Tăng trưởng	*-16%*	*22.5%*	*14.5%*	*-1.3%*
DT Phốt pho vàng	2,147		3,292	3,196
DT Axit Photphoric	*1,471*		*1,843*	*1,839*
DT Phân bón MAP	*564*		*729*	*564*
DT Phụ gia DCP	*436*		*500*	*469*

(ii) Lợi nhuận tăng trưởng chính đến từ biên lợi nhuận gộp năm 2021 kỳ vọng đạt 24.2%, tăng mạnh so với mức biên dự phóng năm 2020 là 22.1% nhờ cắt giảm chi phí: chi phí quặng apatit giảm 240 tỷ.

Bảng Dự phóng kết quả kinh doanh (mảng truyền thống) của DGC

Đv: tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	**5,091**	**6,236**	**7,144**	**7,053**
Giá vốn hàng bán	(4,084)	(4,757)	(5,373)	(5,314)
Lợi nhuận gộp	**1,006**	**1,479**	**1,771**	**1,739**
Biên LNG	*19.8%*	*23.7%*	*24.8%*	*24.7%*
Chi phí bán hàng	(314)	(378)	(429)	(423)
Biên Chi phí bán hàng	*6.2%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*
Chi phí quản lý Dn	(101)	(115)	(129)	(127)
Biên Chi phí quản lý Dn	*2.0%*	*1.8%*	*1.8%*	*1.8%*
Lợi nhuận trước thuế	**599**	**1,001**	**1,261**	**1,203**
Lợi nhuận sau thuế	572	948	1,198	1,143
EPS	**4,241**	**5,728**	**7,572**	**7,133**

Nguồn: BSC Research

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền: So với báo cáo mới nhất (Link), BSC nâng mức PE mục tiêu của DGC từ 7.5 lên 9.5 sau khi đánh giá lại (i) Vị thế doanh nghiệp (Doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực rào cản gia nhập lớn và có tham vọng phát triển sản phẩm mới (ii) Tiềm năng tăng trưởng (Năm 2021 tăng trưởng khả quan nhờ nhu cầu sản phẩm xuất khẩu tốt và cắt giảm chi phí (iiii) mức PE trailing ngành tăng từ 7.5 lên 10.2 trong mặt bằng lãi suất thấp.

Phương pháp PE	2021F	2022F	2023F
EPS	7,572	7,133	8,095
PE	9.5	9.5	9.5
Giá trị hợp lý	**71,900**	**67,800**	**76,900**

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền:

Chi phí vốn bình quân	
Rf	7%
Beta	0.7
Ke	12%
Kd	8%
E/A	60%
Thuế	20%
WACC	10%
g	2%

	2021F	2022F	2023F
Dòng tiền tự do của công ty	749	781	862
Giá trị hiện tại	9,900		
Tổng giá trị doanh nghiệp	11,740		
Nợ	1,148		
Vốn chủ sở hữu	10,591		
Số lượng cổ phiếu	148,766,070		
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	**71,190**		

Phương pháp RNAV cho Dự án Bất động sản 44 Đức Giang:

Thông tin tổng quan của Dự án Bất động sản

Diện tích	54 ha
Số căn chung cư	831
Số căn shophouse	53
Thời gian khởi công	Q4/2021

Tiến độ bàn giao dự án

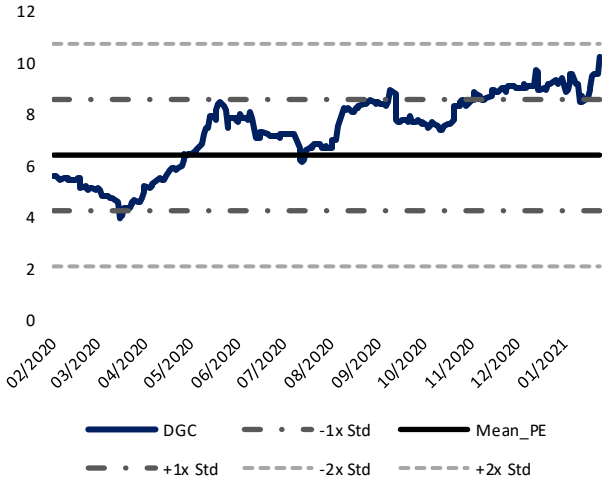
	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền thu về		494	881	589	165
Dòng tiền chi ra	-141	-705	-423	-141	
Dòng tiền thuần	-141	-211	326	285	93
Giá trị hợp lý (tỷ)	**352**				

Giá trị mỗi cổ phiếu	**2,300**

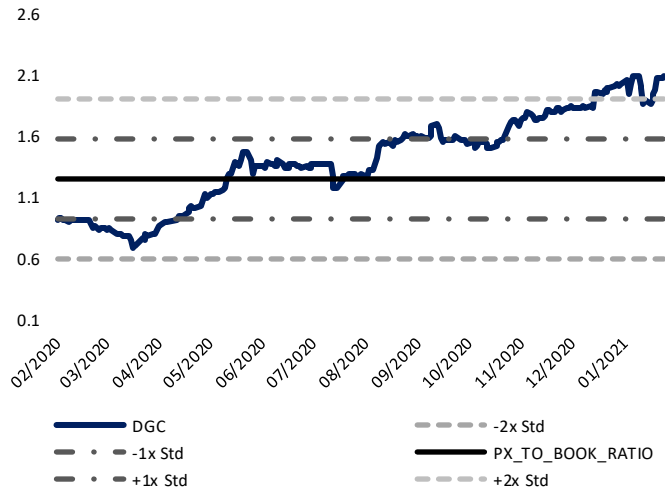
	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
FCFF	71,190	60%	41,700
P/E	71,900	40%	28,800
RNAV			2,300

Giá mục tiêu	**72,800**
Giá hiện tại	58,400
Upside	**22.5%**

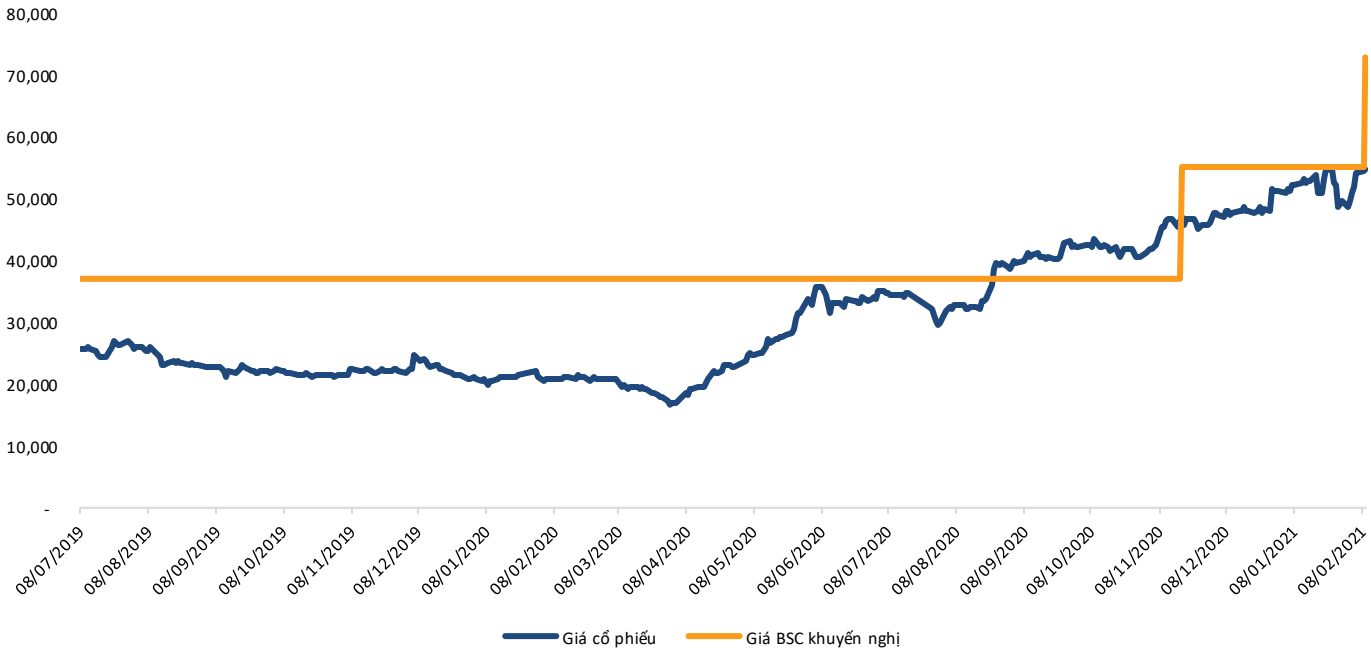
PE DGC



PB DGC



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷđồng)	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu thuần	6,062	5,091	6,236	7,144
Giá vốn hàng bán	-4,694	-4,084	-4,757	-5,374
Lợi nhuận gộp	1,368	1,006	1,479	1,771
Chi phí bán hàng	-341	-119	-378	-429
Chi phí QLDN	-92	-306	-115	-129
Lãi/lỗ HĐKD	920	596	1,023	1,256
Doanh thu tài chính	42	62	122	121
Chi phí tài chính	-56	-57	-85	-79
Chi phí lãi vay	-27	-28	-18	-52
Lợi nhuận từ CTLD/LK	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	-5	3	-22	0
Lợi nhuận trước thuế	916	599	1,001	1,261
Thuế thu nhập DN	-34	-27	-53	-63
LN sau thuế	**882**	**572**	**948**	**1,198**
CĐTS	1	5	41	0
LNST - CĐTS	880	567	907	1,198
EPS	7,674	4,241	5,728	7,572

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
(Lỗ)/LNST	907	599	1,001	1,198
Khấu hao và phân bổ	212	258	268	288
Thay đổi vốn lưu động	-564	-21	-93	898
LCTT từ HĐ KD	564	847	1,127	1,230
Tiền chi mua TSCĐ	-403	-111	-299	-540
Đầu tư khác	-245	-367	-856	-800
LCTT từ HĐ Đầu tư	-636	-478	-1,155	-1,340
Tiền chi trả cổ tức	0	-162	-193	-193
Tiền từ vay ròng	265	-408	377	300
Tiền thu khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ Tài chính	264	-515	183	107
Dòng tiền đầu kỳ	83	274	128	282
Tiền trong kì	192	-147	155	-3
Dòng tiền cuối kỳ	275	127	283	279

CĐKT (Tỷđồng)	2018	2019	2020	2021F
Tiền và tương đương tiền	274	128	282	279
Đầu tư ngắn hạn	246	643	1,558	1,219
Phải thu ngắn hạn	750	634	848	737
Tồn kho	797	808	702	860
TS ngắn hạn khác	70	51	43	43
TS ngắn hạn	**2,136**	**2,263**	**3,433**	**3,896**
TS hữu hình	2,327	2,303	2,136	2,803
Khấu hao	212	258	268	320
TS dở dang dài hạn	178	52	179	287
ĐT dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	89	104	126	259
TS dài hạn	**2,594**	**2,459**	**2,441**	**3,021**
Tổng TS	**4,730**	**4,722**	**5,874**	**6,917**
Vay ngắn hạn	1,133	735	1,149	1,535
Nợ ngắn hạn khác	78	94	243	323
Tổng Nợ ngắn hạn	**1,564**	**1,270**	**1,806**	**2,370**
Vay dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng Nợ dài hạn	0	0	0	0
Tổng Nợ	**1,565**	**1,270**	**1.806**	**2,370**
Vốn góp	1,078	1,293	1,488	1,488
Thặng dư vốn cổ phần	1,787	1,787	1,787	1.787
LN chưa phân phối	914	836	1,126	1,561
Vốn chủ khác	-1,114	-1,114	-1,114	-1,114
Cổ đông thiểu số	123	128	170	200
Tổng Vốn chủ sở hữu	**3,165**	**3,452**	**4,067**	**4,547**
Tổng nguồn vốn	**4,730**	**4,722**	**5,874**	**6,917**
Số lượng cổ phiếu lưu hành	107	129	148	148

Chỉ số(%)	2018	2019	2020	2021F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.4	1.8	2.1	1.6
Hsố TT nhanh	0.8	1.1	1.5	1.3
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	33%	27%	31%	25%
Hsố Nợ/VCSH	49%	37%	44%	34%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	32	72	58	53
Số ngày phải thu	26	46	43	40
Số ngày phải trả	11	15	8	7
CCC	47	102	93	86
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	23%	20%	24%	25%
Lợi nhuận LNST	15%	11%	15%	17%
ROE	46%	17%	25%	28%
ROA	31%	12%	18%	19%
Định Giá				
PE	3.2	5.5	8.9	7.1
PB	1.4	0.9	1.9	1.7
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	869%	-16%	22%	15%
Tăng trưởng EBIT	573%	-34%	70%	36%
Tăng trưởng LNTT	553%	-35%	67%	26%
Tăng trưởng LNST	587%	-35%	66%	26%

Nguồn:BSC Research.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (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 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, 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/BIDVSecuritie

Bloomberg: RESP BSCV <GO>