

Ngành : Hóa chất (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

| Khuyến nghị               |            | MUA                             | CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (HSX: DGC)<br>Cập nhật kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm |                            |       |
|---------------------------|------------|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|-------|
| Giá hiện tại:             | 96,500     | Ngày viết báo cáo:              | 27/07/2021                                                                                 | <b>Cơ cấu cổ đông</b>      |       |
| Giá mục tiêu trước đây    | 72,800     | Cổ phiếu lưu hành (Triệu)       | 171                                                                                        | Đào Hữu Huyền              | 18.5% |
| Giá mục tiêu 1 năm mới    | 115,000    | Vốn hóa (tỷ đồng)               | 15,807                                                                                     | Tập đoàn Hóa chất Việt Nam | 8.8%  |
| Tỷ suất cổ tức            | 0%         | Thanh khoản bình quân 10 phiên: | 1,881,180                                                                                  | Đào Hữu Duy Anh            | 2.9%  |
| <b>Tiềm năng tăng giá</b> | <b>19%</b> | Sở hữu nước ngoài               | 6.06%                                                                                      |                            |       |

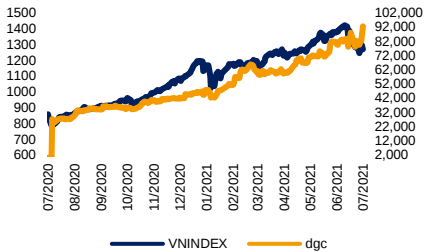
Chuyên viên phân tích ngành:

Nguyễn Thị Cẩm Tú  
(Hóa chất, Thủy sản, Dệt may)  
[tuntc@bsc.com.vn](mailto:tuntc@bsc.com.vn)

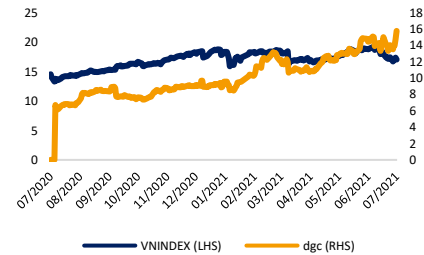
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức  
[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)  
Giá khuyến nghị: VND  
Giá cắt lỗ: VND

Bảng so sánh giá DGC và VN- Index



Bảng so sánh P/E của DGC và VN Index



|         | 2020 | 2021F | Peer | VN-Index |                    | 2018  | 2019  | 2020  | 2021F |
|---------|------|-------|------|----------|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| PE (x)  | 8.9  | 10.9  | 11.1 | 17.3     | Doanh thu          | 6,062 | 5,090 | 6,236 | 8,231 |
| PB (x)  | 1.9  | 2.1   | 2.7  | 2.4      | Lợi nhuận gộp      | 1,368 | 1,006 | 1,479 | 2,220 |
| PS (x)  | 0.8  | 1.9   | 0.9  | 2.0      | Lợi nhuận sau thuế | 882   | 572   | 948   | 1,481 |
| ROE (%) | 25%  | 34%   | 24%  | 13%      | EPS                | 7,674 | 4,241 | 5,728 | 8,414 |
| ROA (%) | 18%  | 26%   | 18%  | 2.4%     | Tăng trưởng EPS    |       | -44%  | 35%   | 53%   |

Định giá

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DGC với giá mục tiêu 2021 là 115,000 đồng, +19% so với mức giá ngày 26/07/2021 là 92,400 đồng do điều chỉnh dự phóng kinh doanh (mảng cốt lõi) của năm 2021 (+24% so với dự báo gần nhất) và năm 2022 (+32% so với dự phóng gần nhất) do điều chỉnh tăng giá bán các sản phẩm xuất khẩu (WPA + 35%, DAP +40%) khi giá thế giới tăng cao.

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế (mảng kinh doanh cốt lõi) năm 2021 đạt 8,231 tỷ (+32% YoY) và 1,481 tỷ (+56% YoY). EPS FW 2021 = 8,414 đồng, PE FW 2021 = 11.6 lần, tương đương với mức P/E trung vị ngành.
- BSC dự phóng giá trị RNAV Dự án Bất động sản 44 Đức Giang là 352 tỷ.

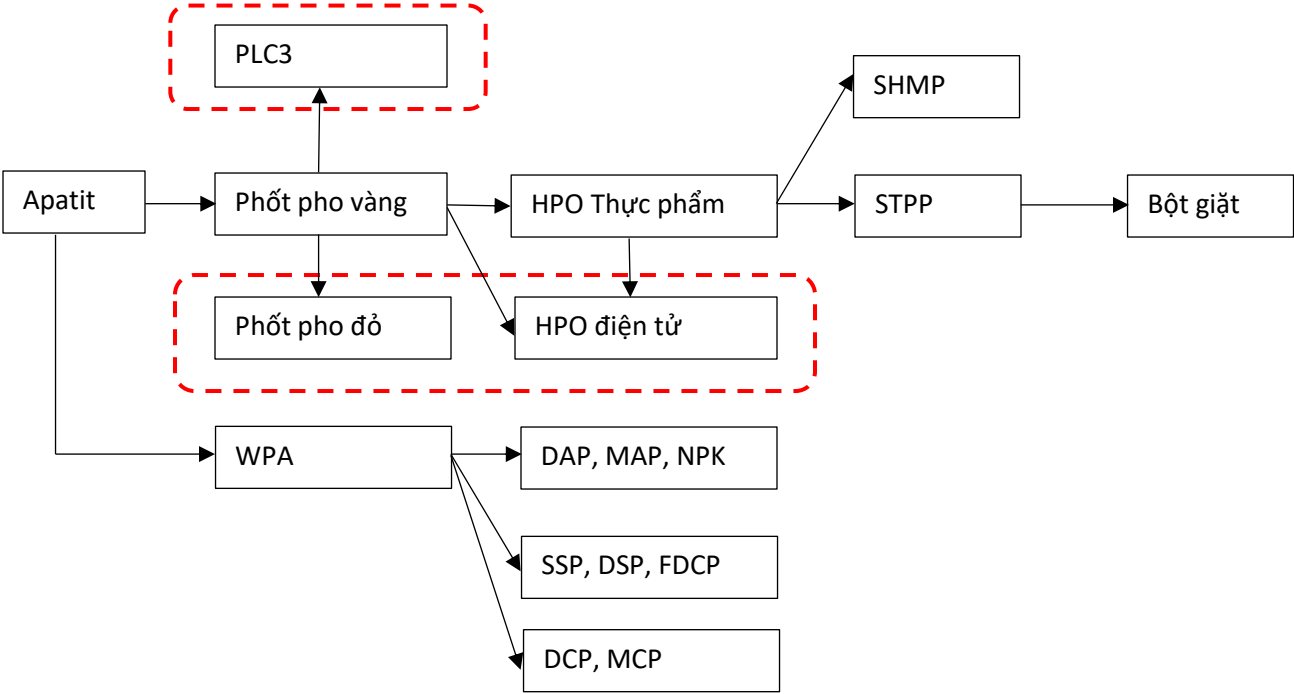
Rủi ro

- Rủi ro về chính sách liên quan đến môi trường

Cập nhật doanh nghiệp

- Kết quả kinh doanh quý 2 tiếp tục tăng trưởng mạnh.** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2,038 tỷ (+29% YoY) và 333 tỷ (+24% YoY). Lũy kế 6 tháng, doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 3,987 tỷ (+28% YoY) và 625 tỷ (+33% YoY).
- Doanh thu 6 tháng theo sản phẩm:** Phốt pho vàng: 1,666 tỷ (+11% DT, +16% SL), WPA: 520 tỷ (+39% DT, -8% SL), H3PO4: 472 tỷ (+56% DT, +51% SL), DAP: 502 tỷ (cùng kỳ không ghi nhận doanh thu), MAP: 202 tỷ (-49% YoY, -55% SL).
- Biên lợi nhuận gộp quý 2 đạt 24.2%, giảm nhẹ so với cùng kỳ là 24.3%.** BSC cho rằng do (i) Q2.20 được hưởng lợi nhờ hỗ trợ giá điện (Q3 – Q4 không được hỗ trợ) (ii) Có độ trễ giữa mức tăng giá bán của DGC và mức tăng của giá thế giới (iii) Việc sửa nhà máy WPA ảnh hưởng 1 phần đến hoạt động sản xuất làm tăng chi phí hoạt động.

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<br>(Axit photphoric thực phẩm) | Dùng làm nguyên liệu sản xuất muối phot 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                                                                                        |

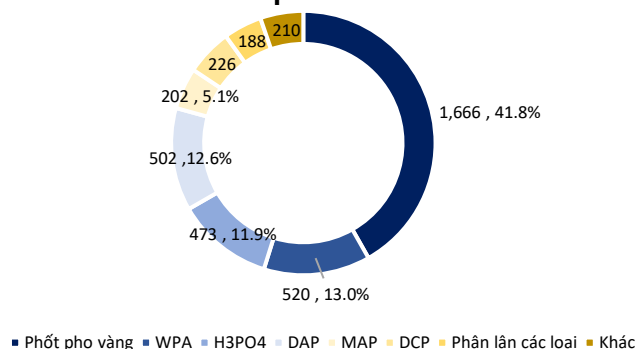
Nguồn: DGC

## I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG NĂM 2021

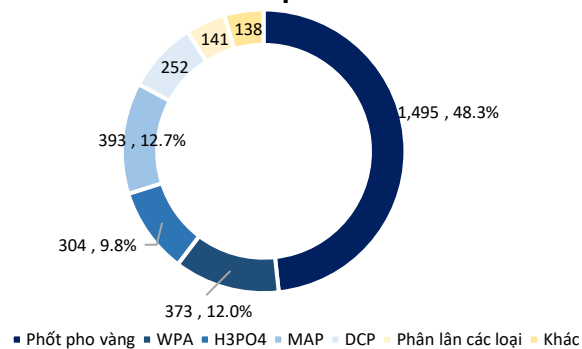
**Kết quả kinh doanh quý 2 năm 2021 tiếp tục tăng trưởng mạnh.** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 2,038 tỷ (+29% YoY) và 333 tỷ (+24% YoY). Lũy kế 6T.2021, doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 3,987 tỷ (+28% YoY) và 625 tỷ (+33% YoY).

**Biên lợi nhuận gộp quý 2 đạt 24.2%, giảm nhẹ so với biên gộp cùng kỳ năm trước là 24.3%.** BSC cho rằng (i) Q2.20 được hưởng lợi nhờ hỗ trợ giá điện (Q3 – Q4 không được hỗ trợ) (ii) Có độ trễ giữa mức tăng giá bán của DGC và mức tăng của giá thế giới (iii) Việc sửa nhà máy WPA ảnh hưởng 1 phần đến hoạt động sản xuất làm tăng chi phí hoạt động.

**Cơ cấu doanh thu 6T.2021 theo sản phẩm**



**Cơ cấu doanh thu 6T.2020 theo sản phẩm**



| Tỷ đồng                | 6T/21        | 6T/20        | % YoY         | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>3,987</b> | <b>3,096</b> | <b>+28.7%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Phốt pho vàng          | 1,666        | 1,495        | +11%          | Hầu hết các sản phẩm đều tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ, tăng trưởng mạnh nhất thuộc về nhóm các WPA, DAP (được sử dụng để làm phân bón) và H3PO4 (được sử dụng trong ngành thực phẩm và công nghiệp điện tử).                                                                  |
| WPA                    | 520          | 373          | +39%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| H3PO4                  | 473          | 304          | +55%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| DAP                    | 502          |              |               | Về cơ cấu doanh thu, Phốt pho vàng tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất với 42%, giảm so với tỷ trọng 48% cùng kỳ. Ở chiều ngược lại, phân bón DAP ghi nhận mức tăng tỷ trọng cao lên mức 13% so với mức 0% cùng kỳ.                                                                     |
| MAP*                   | 202          | 393          | -49%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>   | <b>925</b>   | <b>742</b>   | <b>24.6%</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| BLNG                   | 23.2%        | 23.9%        |               |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| CP bán hàng            | (237)        | (191)        | 24.0%         | Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ so với cùng kỳ do (i) Quý 2 năm 2020 DGC được hỗ trợ giá điện (Điện chiếm 30 – 40% chi phí sản xuất) (ii) Giá bán của DGC chưa điều chỉnh kịp đà tăng giá bán của thế giới do có độ trễ (iii) Việc sửa chữa nhà máy WPA cũng làm tăng chi phí hoạt động. |
| CP QLDN                | (57)         | (59)         | -3.0%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| SG&A/ DTT              | 7.4%         | 8.1%         |               |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| DT tài chính           | 65           | 58           | +12%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| CP tài chính           | (30)         | (45)         | -33%          | Doanh thu tài chính tăng tăng do tiền và tương đương tiền tăng (+29% YoY) khi các dự án đầu tư lớn (Đức Giang – Nghi Sơn) bị trì hoãn do vấn đề giải phóng mặt bằng và di dời người dân.                                                                                             |
| LNTT                   | 664          | 493          | 34.6%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>LNST</b>            | <b>625</b>   | <b>469</b>   | <b>33.3%</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Biên LNST              | 5.6%         | 2.3%         |               |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>EPS</b>             | <b>3,327</b> | <b>2,811</b> | <b>18.3%</b>  |                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

Nguồn: DGC

*\*MAP giảm mạnh do DGC chủ động sử dụng WPA để sản xuất DAP thay vì MAP (doanh thu DAP đạt 502 tỷ, -13% doanh thu trong 6T.2021. Cùng kỳ 6T.2020, doanh thu DAP là 0).*

Các nhóm sản phẩm liên quan đến phân bón (WPA, DAP) là yếu tố tăng trưởng chính trong 6 tháng đầu năm nhờ (i) nhu cầu phân bón thế giới tăng vọt (WPA là đầu vào để sản xuất phân bón) (ii) giá nguyên liệu đầu vào (Axit sulfuric) tăng cao.

**Bảng sản lượng và giá bán một số sản phẩm chính**

|                               | Sản lượng (tấn) |               |             | Giá bán (triệu VND/tấn) |              |              |              |             |
|-------------------------------|-----------------|---------------|-------------|-------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|                               | 6T.2020         | 6T.2021       | %YoY        | 12T.2019                | 6T.2020      | 9T.2020      | 6T.2021      | %YoY        |
| Phốt pho vàng                 | 24,963          | 28,971        | +16%        | 62.3                    | 59.89        | 59.07        | 57.51        | -4%         |
| <b>H3PO4</b>                  | <b>15,258</b>   | <b>23,047</b> | <b>+51%</b> | <b>19.38</b>            | <b>19.92</b> | <b>19.57</b> | <b>20.52</b> | <b>+3%</b>  |
| <b>WPA</b>                    | <b>63,862</b>   | <b>58,847</b> | <b>-8%</b>  | <b>7.33</b>             | <b>5.84</b>  | <b>5.99</b>  | <b>8.84</b>  | <b>+51%</b> |
| Phân bón DAP                  |                 | 44,775        |             |                         |              |              | 11.21        |             |
| Phân bón MAP                  | 54,031          | 24,163        | -55%        | 7.29                    | 7.27         | 7.27         | 8.36         | +15%        |
| Phụ gia thức ăn chăn nuôi DCP | 35,496          | 29,574        | -17%        | 7.29                    | 7.10         | 6.99         | 7.64         | +8%         |

*Nguồn: DGC*

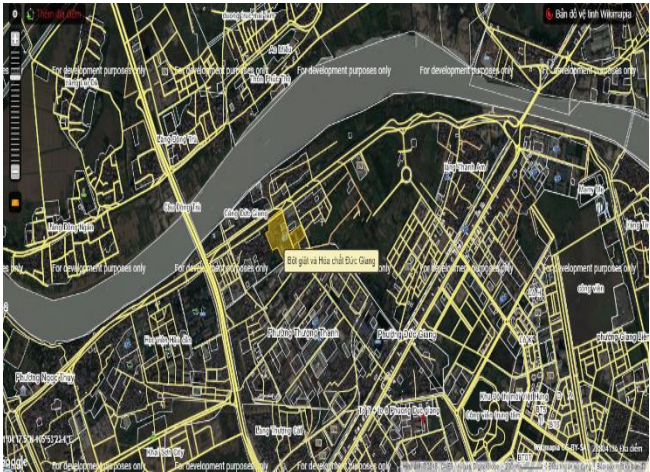
**Cập nhật tiến độ các dự án đầu tư của DGC:**

| Nhóm                                | Tên dự án                            | Tổng mức đầu tư | Công suất              | Kế hoạch ban đầu             | Tiến độ                                                                    |
|-------------------------------------|--------------------------------------|-----------------|------------------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| Nhóm 1: Dự án tăng trưởng dài hạn   | Tổ hợp Hóa chất Đức Giang – Nghi Sơn | GD1: 2,000 tỷ   | <a href="#">(Link)</a> | Khởi công vào Q1.2021        | Khởi công vào Q1.2022<br>Tiến độ: Di dời người dân trong phạm vi ảnh hưởng |
| Nhóm 2: Dự án Chế biến sâu Phốt pho | HPO Điện tử                          | 66 tỷ           | 35,000 tấn             | T12/2020                     | Q3.2021 hoàn thành                                                         |
|                                     | Photpho đỏ                           | 100 tỷ          | 5,000 tấn              | 2021                         | Q3.2021 khởi công                                                          |
| Nhóm 3: Dự án Cắt giảm chi phí      | Khai trường 25                       | 210 tỷ          |                        |                              | Đang đưa vào khai thác                                                     |
|                                     | Nhà máy Nhiệt điện 100MW             | 2,000 tỷ        | 100MW                  | Dự kiến thực hiện từ Q2.2021 | Lùi tiến độ do đang đánh giá lại tác động kinh tế                          |
| Nhóm 4: Dự án Bất động sản          | Bất động sản 44 Đức Giang            |                 |                        | Q4.2021                      | BSC cho rằng giãn cách xã hội tại Hà Nội có thể ảnh hưởng đến tiến độ      |

**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. (Định giá dự án Bất động sản chi tiết ở Mục III).

Tổ hợp công trình công cộng, trường học và nhà ở (chung cư và nhà phố) Đức Giang có diện tích là 54 ha, diện tích thương mại là 26 ha. Dự án nằm gần 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 thương mại | 26 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)       | 28                      | Số lượng căn hộ: 494 căn<br>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                 | Số 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. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 6 THÁNG CUỐI NĂM 2021

BSC duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng 6 tháng cuối năm 2021 của Tập đoàn Hóa chất Đức Giang dựa trên hai quan điểm chính (i) Giá xuất khẩu của DGC dự kiến tăng tiệm cận với giá hàng hóa của thế giới (ii) Chi phí sản xuất tiếp tục được cắt giảm so với cùng kỳ nhờ khai thác quặng Apatit từ khai trường 25.

(i) Biên lợi nhuận gộp 6 tháng cuối năm dự kiến tăng mạnh nhờ giá xuất khẩu tăng theo giá thế giới.

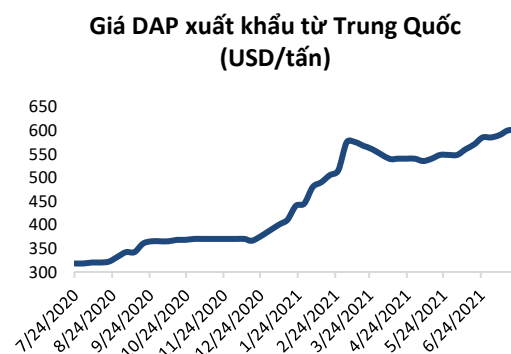
BSC kỳ vọng biên gộp 6 tháng cuối năm đạt 28% (so với 23% 6 tháng đầu năm 2021 và 24% 6 tháng cuối năm 2020)

**Nhóm các sản phẩm phân bón và liên quan đến phân bón (WPA, DAP, MAP):** So với báo cáo gần nhất, BSC nâng quan điểm Khả quan đối với triển vọng kinh doanh của nhóm sản phẩm phân bón và liên quan đến phân bón (WPA, DAP, MAP).

Do (i) Nhu cầu phân bón thế giới hồi phục sau đại dịch (ii) Nguồn cung sản xuất chưa đáp ứng kịp (Trung Quốc hạn chế xuất khẩu phân bón) cùng với (iii) Giá nguyên liệu đầu vào sản xuất phân bón tăng khiến cho giá các loại phân bón tăng mạnh và dự kiến sẽ neo ở mức giá cao trong 2 quý cuối năm: giá phân bón DAP Trung Quốc (+87% YoY, +63% YTD, +9% QoQ).

DGC – với tỷ trọng nhóm sản phẩm này chiếm ~ 35% doanh thu – tiếp tục được hưởng lợi trong quý 3 nhờ (i) giá bán kỳ vọng tiệm cận với đà tăng giá của thế giới (DAP của DGC +72% YoY, WPA + 41% YoY) (ii) công ty chủ trương tăng sản lượng WPA và DAP thay vì MAP (như bảng kế hoạch kinh doanh Quý 3).

|                     | Kế hoạch<br>Quý 1 | Kế hoạch<br>Quý 2 | Kế hoạch<br>Quý 3 |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Phốt pho vàng*      | 15,000            | 15,000            | 16,500            |
| Axit HPO            | 9,000             | 10,500            |                   |
| <b>Axit WPA **</b>  | <b>24,000</b>     | <b>18,000</b>     | <b>72,000</b>     |
| Phân bón MAP        | 27,000            | 20,000            | 6,000             |
| <b>Phân bón DAP</b> | <b>24,000</b>     | <b>20,000</b>     | <b>30,000</b>     |
| Super lân các loại  | 36,000            | 40,000            | 36,000            |
| Phụ gia DCP         | 19,000            | 12,000            | 18,000            |
| Phụ gia MCP         | 2,400             | 1,800             | 2,700             |



Nguồn: DGC, Bloomberg

\* Phốt pho vàng: Xuất khẩu: 13,098 tấn, Sản xuất HPO: 3,402 tấn

\*\* Axit WPA: Xuất khẩu: 32,000 tấn, Sản xuất phân bón: 42,000 tấn

**Nhóm sản phẩm Phốt pho vàng, H3PO4:** BSC tiếp tục giữ quan điểm Khả quan đối với triển vọng kinh doanh của nhóm sản phẩm Phốt pho vàng, H3PO4 nhờ (i) Nhu cầu tiêu thụ Phân bón khiến Ấn Độ tăng mạnh nhập khẩu Phốt pho vàng từ Việt Nam (+94% YoY) khiến sản lượng bán hàng khả quan (ii) DGC được hưởng lợi từ việc bán Phốt pho cho Trung Quốc.

+ Giá P4 Trung Quốc: ~4,422 USD/tấn, +91% YoY;

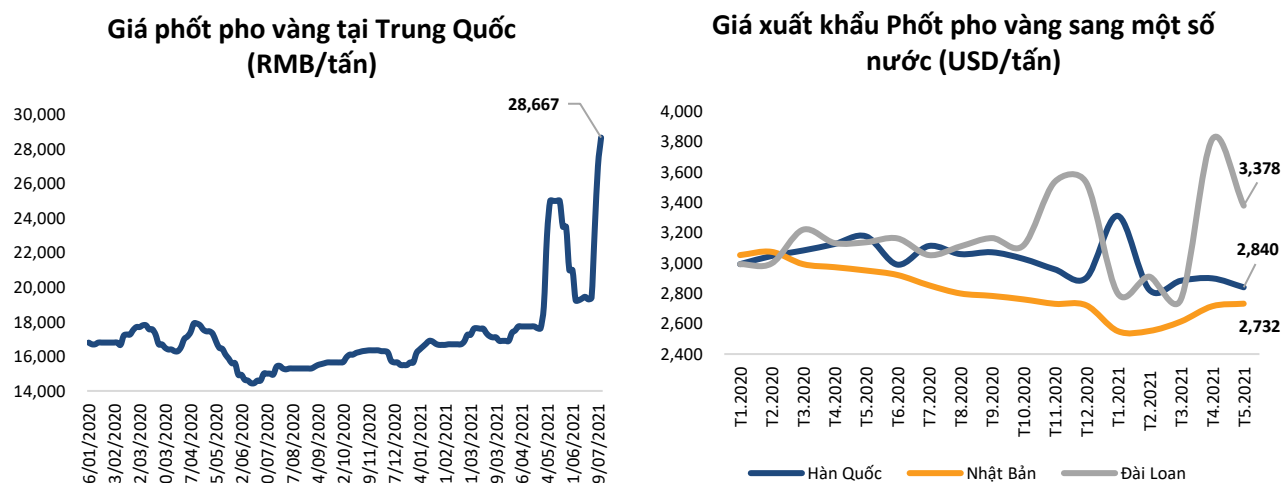
+ Giá P4 của DGC: ~2,500 USD/tấn, -4% YoY

Ngoài ra, BSC cho rằng ảnh hưởng của việc thiếu chip và 5G sẽ tác động tích cực trong dài hạn đối với giá của Phốt pho vàng.

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

|                                 | Kim ngạch 6T.2021            | %YoY |
|---------------------------------|------------------------------|------|
| <b>Tỉnh Việt Nam xuất khẩu</b>  |                              |      |
| Lào Cai                         | 141 (DGC chiếm 50% thị phần) | +19% |
| <b>Các thị trường xuất khẩu</b> |                              |      |
| Nhật Bản                        | 26.1                         | -21% |
| Hàn Quốc                        | 13.3                         | +2%  |
| Đài Loan                        | 23.0                         | +0%  |
| Ấn Độ                           | 49.3                         | +94% |

Nguồn: DGC



Nguồn: BSC tổng hợp

(ii) Chi phí sản xuất tiếp tục được cắt giảm so với cùng kỳ nhờ khai thác quặng Apatit từ khai trường 25.

Về chi phí Quặng, việc khai thác quặng Apatit từ Khai trường 25 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)<br>Năm 2 đến năm 5: 670,000 tấn (Quặng I: 90,000 tấn, Quặng III: 580,000 tấn)<br>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 | <b>Năm 1: 240 tỷ VND</b><br><b>Năm 2 đến năm 5: 402 tỷ VND</b><br><b>Năm 6: 352 tỷ VND</b>                                                                                                                         |

Nguồn: BSC ước tính

### III. RỦI RO

#### (1) Rủi ro về chính sách thuế

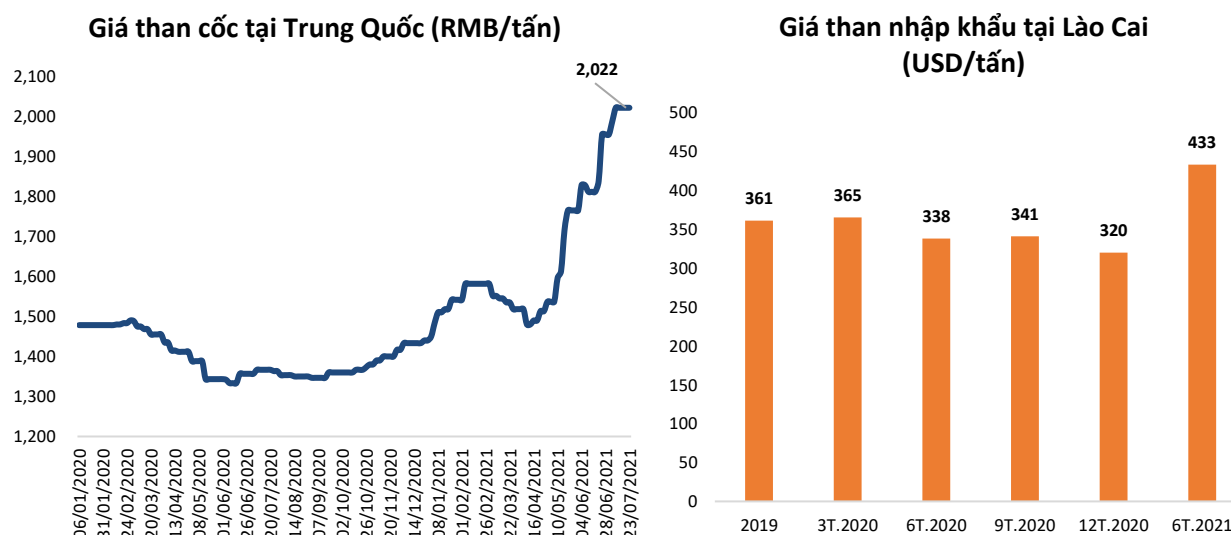
BSC đánh giá rằng rủi ro liên quan đến chính sách thuế là (i) rủi ro lớn và ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của Tập đoàn và (ii) rất khó để dự đoán được rủi ro này trong tương lai. Trong quá khứ, tỉnh Lào Cai đã từng đề xuất tăng thuế xuất khẩu Phốt pho vàng từ 5% lên 20% (đề xuất không được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

Năm 2020 Tập đoàn được hưởng lợi nhiều từ chi phí đầu vào giảm. Sang năm 2021, BSC cho rằng một số chi phí đầu vào sẽ tăng cao:

+ 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 quanh mức 2,022 RMB/tấn (~312 USD/tấn), tăng +48.3% YoY và +39.9% năm 2020. Việc giá than cốc tại Trung Quốc tăng mạnh đã khiến cho giá than nhập khẩu tại Lào Cai tăng mạnh so với cùng kỳ (như dự đoán của BSC trong báo cáo gần nhất), với mức giá là 433 USD/tấn (+28% YoY).



Nguồn: BSC tổng hợp

### III. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiếp tục giữ khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DGC với giá mục tiêu 115,500 đồng/cp (+19% so với mức giá ngày 26/07/2021 là 95,600 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 8,231 tỷ (+32% YoY) và 1,481 tỷ (+56% YoY)** dựa trên các giả định:

(i) Doanh thu các sản phẩm đều tăng trưởng tốt, chủ yếu hưởng lợi từ nhu cầu thế giới với sản phẩm phân bón và liên quan đến phân bón tăng cao: Phốt pho vàng (+19% YoY), WPA (+29% YoY), DAP và MAP (+72% YoY).

| Đv: tỷ đồng                               | 2019         | 2020         | 2021F        | 2022F        |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                    | <b>5,091</b> | <b>6,236</b> | <b>8,231</b> | <b>8,176</b> |
| <i>Tăng trưởng</i>                        | -16%         | +22%         | +32%         | -1%          |
| DT Phốt pho vàng                          | 2,147        | 2,939        | 3,508        | 3,408        |
| DT Axit Photphoric (WPA và HPO thực phẩm) | 1,471        | 1,518        | 1,978        | 2,038        |
| DT Phân bón DAP và MAP                    | 564          | 760          | 1,303        | 1,207        |

(ii) Lợi nhuận tăng trưởng chính đến từ biên lợi nhuận gộp năm 2021 kỳ vọng đạt 27.0%, tăng mạnh so với mức biên năm 2020 là 23.7% nhờ (i) giá xuất khẩu tăng cao: WPA (+35% YoY), DAP và MAP (+45% YoY) (ii) cắt giảm chi phí: chi phí quặng apatit giảm 112 tỷ.

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

| Đv: tỷ đồng                    | 2019         | 2020         | 2021F        | 2022F        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>         | <b>5,091</b> | <b>6,236</b> | <b>8,231</b> | <b>8,176</b> |
| Giá vốn hàng bán               | (4,084)      | (4,757)      | (6,011)      | (5,953)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>           | <b>1,006</b> | <b>1,479</b> | <b>2,219</b> | <b>2,223</b> |
| <i>Biên LNG</i>                | 19.8%        | 23.7%        | 27.0%        | 27.2%        |
| Chi phí bán hàng               | (314)        | (378)        | (510)        | (491)        |
| <i>Biên Chi phí bán hàng</i>   | 6.2%         | 6.0%         | 6.2%         | 6.0%         |
| Chi phí quản lý Dn             | (101)        | (115)        | (148)        | (147)        |
| <i>Biên Chi phí quản lý Dn</i> | 2.0%         | 1.8%         | 1.8%         | 1.8%         |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>    | <b>599</b>   | <b>1,001</b> | <b>1,576</b> | <b>1,604</b> |
| Lợi nhuận sau thuế             | 572          | 948          | 1,481        | 1,508        |
| <b>EPS</b>                     | <b>4,241</b> | <b>5,728</b> | <b>8,414</b> | <b>8,530</b> |

*Nguồn: BSC Research*

**Phương pháp Chiết khấu dòng tiền:** BSC nâng mức PE mục tiêu của DGC từ 9.5 lên 12.5 sau khi (i) nâng dự phóng kinh doanh cho năm 2021 và 2022 của DGC (ii) mức PE trailing ngành tăng từ 10 lên 11 trong mặt bằng lãi suất thấp.

| Phương pháp PE        | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|
| EPS                   | 8,414          | 8,530          | 9,051          |
| PE                    | 12.5           | 12.5           | 12.5           |
| <b>Giá trị hợp lý</b> | <b>105,200</b> | <b>106,600</b> | <b>113,200</b> |

**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                     | 5%  |

|                                   | 2021F          | 2022F | 2023F | Terminal |
|-----------------------------------|----------------|-------|-------|----------|
| Dòng tiền tự do của công ty       | 914            | 1,126 | 958   | 12,488   |
| Giá trị hiện tại                  | 19,511         |       |       |          |
| Tổng giá trị doanh nghiệp         | 21,350         |       |       |          |
| Nợ                                | 1,148          |       |       |          |
| Vốn chủ sở hữu                    | 20,202         |       |       |          |
| Số lượng cổ phiếu                 | 169,685,082    |       |       |          |
| <b>Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)</b> | <b>110,500</b> |       |       |          |

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

**Thông tin tổng quan của Dự án Bất động sản**

|                      |                                                        |
|----------------------|--------------------------------------------------------|
| Diện tích thương mại | 26 ha                                                  |
| Số căn chung cư      | 831                                                    |
| Số căn shophouse     | 53                                                     |
| Thời gian khởi công  | Q4/2021                                                |
| Giá bán BSC ước tính | 23 triệu/m2 do dự án bán giá ưu đãi cho người lao động |

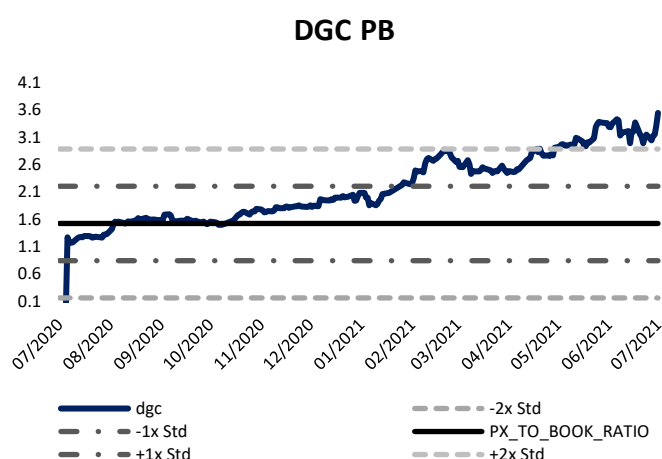
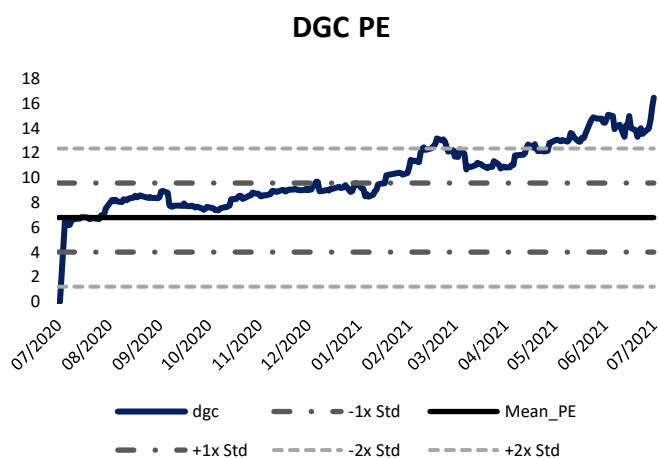
**Tiến độ bàn giao dự án**

|                  | 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    |

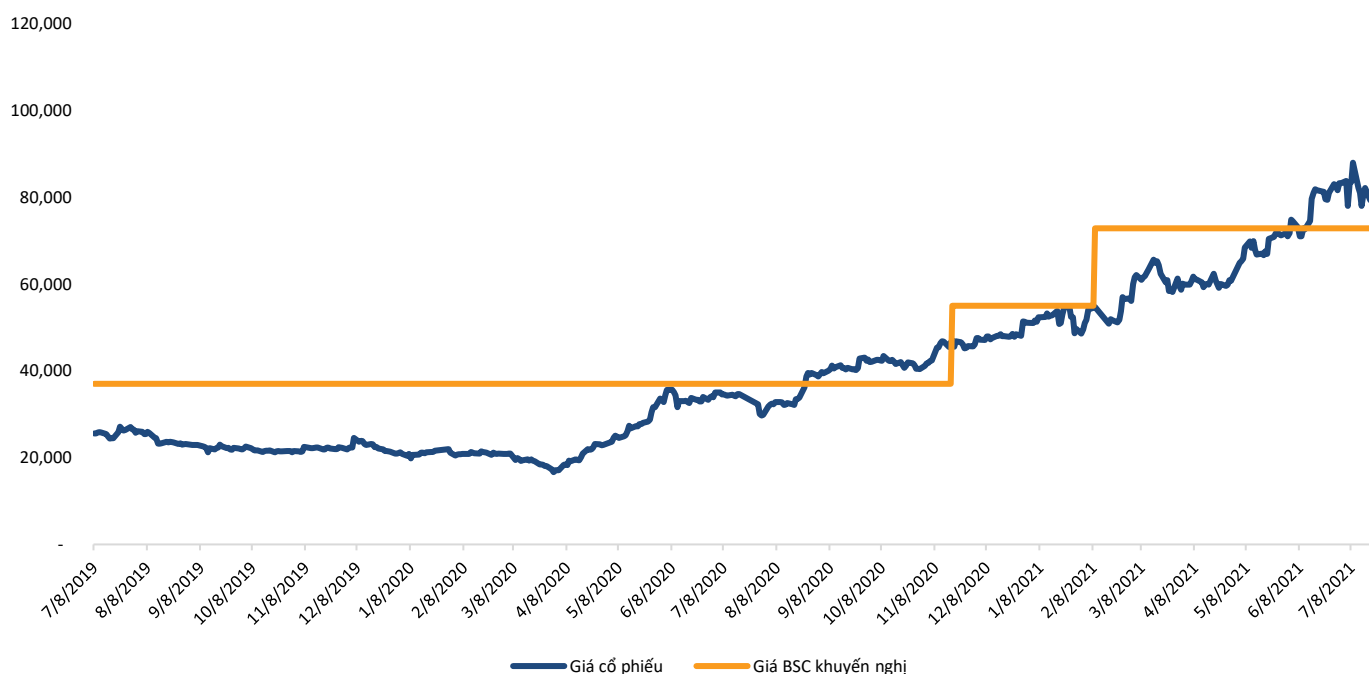
|                      |       |
|----------------------|-------|
| Giá trị hợp lý (tỷ)  | 352   |
| Giá trị mỗi cổ phiếu | 2,300 |

|      | Giá     | Tỷ trọng | Giá bình quân |
|------|---------|----------|---------------|
| FCFF | 119,000 | 60%      | 71,400        |
| P/E  | 105,200 | 40%      | 42,100        |
| RNAV |         |          | 2,300         |

|              |         |
|--------------|---------|
| Giá mục tiêu | 115,500 |
| Giá hiện tại | 95,600  |
| Upside       | 19%     |



### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ





## **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/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

