

**Ngành Hóa chất –ICB 1350
Ngày 12 tháng 09 năm 2016**

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP CTCP Bột giặt và Hóa chất Đức Giang - DGC



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	55,374
Giá thị trường ngày 12.09.2016	47,200

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	44.2
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	1,007
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	579
Sở hữu nước ngoài (%)	16.76%
KLTB 10 ngày (cp)	80,726
Giá thấp nhất 52T (đ)	24,600
Giá cao nhất 52T (đ)	48,000
+/- 7 ngày qua	+3%
+/- 1 tháng qua	+2%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê

Email : lenbh@bsc.com.vn

Tel: + 84.39352722 (108)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA cổ phiếu DGC** với giá mục tiêu 12 tháng là **55,374 đồng/cổ phiếu**, upside 17.3%. Chúng tôi kỳ vọng các dây chuyền sản xuất mới sẽ đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp, đặc biệt năm 2017. **CTCP Bột giặt và Hóa chất Đức Giang là đơn vị sản xuất phốt pho vàng lớn nhất Việt Nam**, với các sản phẩm chính bao gồm phốt pho vàng, axit photphoric, bột giặt, phụ gia thức ăn chăn nuôi và phân lân. Công ty đang theo đuổi định hướng đầu tư sâu hơn vào chuỗi giá trị phốt pho.

Quan điểm đầu tư của chúng tôi dựa trên những luận điểm sau:

- **Định giá hấp dẫn:** Cổ phiếu DGC đang giao dịch với P/E trailing là 7.1x, thấp hơn trung bình ngành hiện tại là 9.5x và thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp tương tự như CSV (9.48x); LAS (9.52x).
- **Dẫn đầu ngành trong mảng sản xuất phốt pho, với các kế hoạch mở rộng sâu vào chuỗi giá trị:** Công ty có thị phần hơn 40% xét theo công suất sản xuất. Hệ thống khách hàng xuất khẩu lâu năm giúp duy trì sản lượng tiêu thụ và sản xuất ổn định với mức sản xuất vượt công suất 120% giai đoạn 2012-2015. Định hướng mở rộng theo chuỗi giá trị phốt pho của DGC mang lại sự linh hoạt trong công tác sản xuất và nâng cao giá trị gia tăng.
- **Điểm rơi lợi nhuận năm 2017.** Công ty liên kết Bảo Thắng hoàn thành dây chuyền H3PO4 trong tháng 7 và dây chuyền P4 dự kiến trong tháng 9, sẽ tăng công suất sản phẩm chủ lực P4 lên hơn gấp đôi và sản phẩm H3PO4 lên gấp 3. Công ty dự kiến sẽ chạy đúng công suất thiết kế từ 2017
- **Triển vọng dài hạn đến từ các dự án lớn** như dự án nhiệt điện, và dự án mỏ quặng Apatit, mang lại sự chủ động về nguyên liệu đầu vào, và dự kiến sẽ tiết giảm đáng kể chi phí hoạt động của DGC.

BSC ước tính năm 2016, DGC đạt 2,499 tỷ đồng doanh thu (+2.5% yoy) và 309.2 tỷ đồng LNST của công ty mẹ (+9.3% yoy), tương ứng với EPS 2016 đạt 6,182 VND /cổ phiếu. Chúng tôi dự báo điểm rơi lợi nhuận cho các dự án mở rộng của DGC sẽ ở năm 2017 với mức tăng trưởng 16.5%, khi các dây chuyền hoạt động 100% công suất.

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	6T2016
DTT	1,964	1,847	2,037	2,438	1,191
% yoy	2	-6%	10%	20%	-3%
Tổng tài sản	1,037	1,412	1,677	1,835	2,333
VCSH (tỷ đ)	456	625	934	1,194	1,650
Vốn điều lệ (tỷ đ)	220	335	335	422	500
LNST	334.84	296.47	221.42	393.25	178.40
% yoy	133%	-11%	-25%	78%	14%
EPS 12M trailing	12,990	6,796	4,452	6,701	6,940.2
BVPS	14,831	14,262	18,807	19,983	21,295
ROS	17%	16%	11%	16%	15%
ROE	73%	47%	24%	33%	29%
ROA	32%	21%	13%	21%	20%

Nguồn: BCTC DGC, BSC tổng hợp

TỔNG QUAN DGC

Tên công ty	Công ty cổ phần Bột giặt và Hóa chất Đức Giang
Địa chỉ	Phố Đức Giang, phường Thượng Thanh, Long biên, Hà Nội
Điện thoại	(04) 38 271 620
Fax	((04) 38 271 068
Vốn điều lệ	500 tỷ đồng
Lĩnh vực hoạt động	Sản xuất và buôn bán nguyên liệu và các mặt hàng hóa chất Vận tải hàng hóa bằng đường bộ Sản xuất phụ gia thực phẩm

Lịch sử hình thành

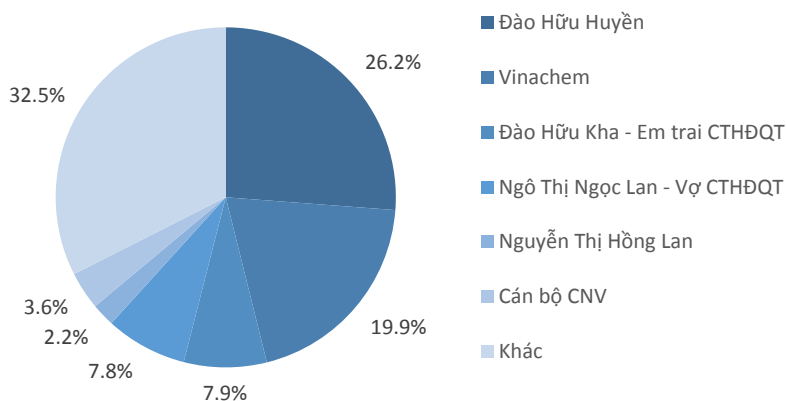
1963: Công ty Hóa chất Đức Giang được thành lập.
 2004: Chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần. Vốn điều lệ đăng ký 15 tỷ đồng.
 2007: Trở thành công ty đại chúng.
 2008: Phát hành cổ phiếu ra công chúng tăng vốn điều lệ lên 30 tỷ đồng.
 2009: Trả cổ tức năm 2008 bằng cổ phiếu tăng vốn điều lệ lên 66 tỷ đồng.
 2012: Phát hành cổ phiếu ra công chúng tăng vốn điều lệ lên 220 tỷ đồng.
 2013: Trả cổ tức năm 2012 bằng cổ phiếu tăng vốn điều lệ lên 334,99 tỷ đồng.
 2014: Niêm yết và giao dịch cổ phiếu trên sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX)
 Tính đến tháng 08/2016: Vốn điều lệ của công ty là 500 tỷ đồng.

Danh sách cổ đông lớn

Tên cổ đông	Số lượng cp nắm giữ	% nắm giữ
Đào Hữu Huyền – Chủ tịch HĐQT	11 triệu	26.2%
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	8.4 triệu	19.91%
Đào Hữu Kha – em trai CT HĐQT	3.3 triệu	7.87%
Ngô Thị Ngọc Lan – Vợ CT HĐQT	3.2 triệu	7.76%

Danh sách công ty con và công ty liên kết	% sở hữu (trực tiếp và gián tiếp)
CTCP Hóa chất Đức Giang Lào Cai (DGL)	61.68%
CTCP Hóa chất Đức Giang Đình Vũ (DDC)	61.26%
CTCP Hóa chất phân bón Lào Cai (LFC)	31.9%
CTCP Hóa chất Bảo Thắng	43.31%

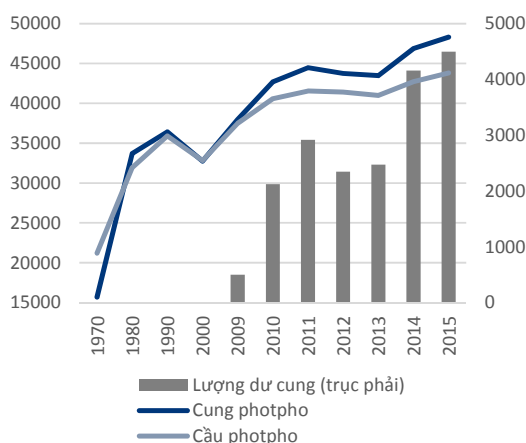
Cơ cấu cổ đông của DGC khá cô đặc. Chủ tịch Đào Hữu Huyền và cá nhân liên quan nắm giữ khoảng 40% cơ cấu cổ đông của DGC. Tập đoàn hóa chất Vinachem là cổ đông lớn thứ 2 với 19.9% cổ phần.



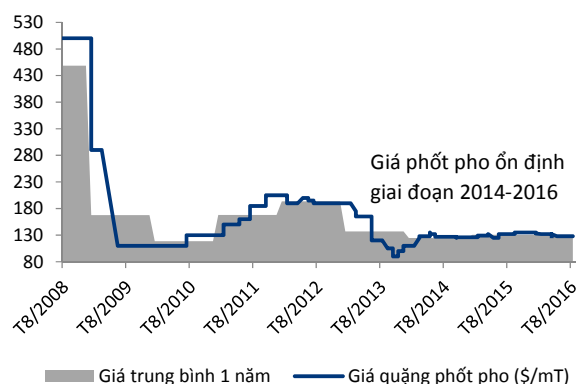
Tổng quan ngành hóa chất – phân bón và nguyên liệu cơ bản - phospho

Phospho là một nguyên liệu hóa chất cơ bản được sử dụng để sản xuất ra nhiều các sản phẩm khác. Phốt pho được ứng dụng trong 2 lĩnh vực chính là phân bón và công nghiệp, với mảng phân bón chiếm khoảng 85% và hiện nay chưa có các sản phẩm thay thế cho phốt pho trong lĩnh vực này.

Cung cầu phân lân



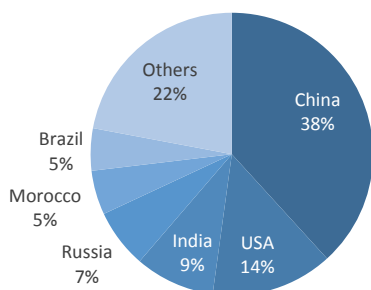
Diễn biến giá quặng phốt pho - Nam Mỹ



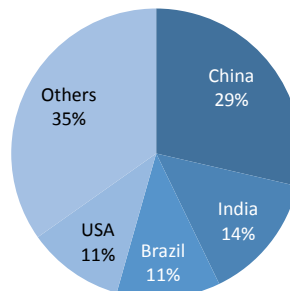
Nguồn: World Bank, Bloomberg

Giá phốt pho ổn định trở lại sau giai đoạn giảm sâu. Giai đoạn dư cung của phốt pho bắt đầu từ 2008, với lượng dư cung giảm nhẹ giai đoạn 2013 trước khi tăng mạnh lên trong 2014. Theo đó, giá phốt pho đã suy giảm mạnh giai đoạn 2009-2010, và hiện đang ổn định xung quanh \$130/mT trong giai đoạn 2015-2016.

Các quốc gia sản xuất phốt pho lớn nhất - 2013



Các quốc gia tiêu thụ phốt pho lớn nhất- 2013



Nguồn: World Bank¹

Về phía nguồn cung, chính sách mới của Trung Quốc tiết giảm lượng phốt pho xuất khẩu. Trung Quốc là quốc gia sản xuất và tiêu thụ phốt pho lớn nhất thế giới. Quốc gia này đã chuyển từ nhập khẩu sang xuất khẩu phốt pho vào năm 2006, đánh dấu sự dư cung toàn cầu trong năm 2015, với riêng Trung Quốc dư cung phốt pho 26%. Dưới lo ngại về việc cạn kiệt nguồn nguyên liệu phốt pho, trong khi chi phí vận chuyển cao và giá phốt pho xuống thấp khiến lợi ích kinh tế của việc xuất khẩu giảm đáng kể, chính phủ Trung

¹ <http://pubdocs.worldbank.org/en/328921469543025388/CMO-July-2016-Full-Report.pdf>

Quốc đã liên tục tăng thuế xuất khẩu các sản phẩm phân bón vào cuối 2008, 2013 và 2014. Gần đây nhất, quốc gia này đã tăng thuế xuất khẩu phân lân, từ 50RMB/tấn lên 100RMB/tấn vào cuối 2014. Theo đó, xuất khẩu phốt pho từ Trung Quốc đã giảm sút giai đoạn 2015-2016, góp phần cân bằng cung cầu trên thị trường phốt pho và giúp ổn định giá phốt pho giai đoạn này.

Về phía cầu, Ấn Độ là quốc gia được dự báo đóng góp chính đến sự tăng nguồn cầu phốt pho giai đoạn 2014-2018, với mức đóng góp 27% trong tăng trưởng nguồn cầu, theo dự báo của Hiệp hội phân bón quốc tế FAO. Những tăng trưởng kinh tế khả quan của Ấn Độ là điểm sáng hỗ trợ cho sự cân bằng cung cầu giai đoạn 2016-2019.

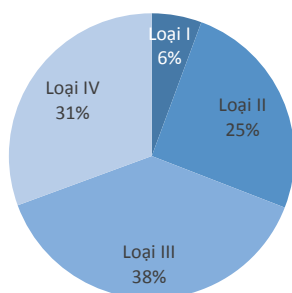
FAO dự báo tình trạng dư cung sẽ tiếp diễn cho tới 2018. Nguồn cung của Phốt pho (gốc P2O5) được dự báo tăng trưởng 2.7% mỗi năm trong giai đoạn 2015-2018, trong khi nguồn cầu cho sản phẩm này chỉ tăng 2.3% mỗi năm. Theo đó, mức chênh lệch cung cầu đến thời điểm 2018 là 3.7 triệu tấn, tương ứng với 8.5% lượng cầu, tăng từ mức dư cung 6.4% hiện tại.²

BSC dự báo giá phốt pho phục hồi từ 2020. Diễn biến giá phốt pho khá ổn định trong nửa đầu 2016, duy trì ở mức trung bình của năm 2015. Theo đó, BSC dự báo giá phốt pho sẽ chỉ giảm nhẹ 0.5% mỗi năm cho tới 2018 theo dự báo dư cung của FAO. Từ 2018, chúng tôi kỳ vọng giá phốt pho sẽ đi ngang và phục hồi vào 2020 do (1) sản phẩm phốt pho là nguồn tài nguyên có hạn, và chưa thay thế được (2) Trung Quốc dự kiến sẽ tiếp tục áp dụng các biện pháp hạn chế sản xuất phốt pho khi nguồn tài nguyên giảm sút cùng với bối cảnh ô nhiễm môi trường tại quốc gia này, và (3) Nền kinh tế Trung Quốc được dự báo hồi phục trong dài hạn.

Thị trường sản xuất phốt pho ở Việt Nam

Việt Nam có thể mạnh trong sản xuất phốt pho vàng, nhờ nguồn quặng apatit dồi dào so với khu vực. Quặng apatit là nguyên liệu chính để sản xuất phốt pho vàng, và mỏ quặng ở Lào Cai được đánh giá là lớn nhất khu vực Đông Nam Á. Theo thăm dò của tập đoàn Hóa chất Việt Nam, trữ lượng mỏ được xác định vào khoảng 500 triệu tấn, trong đó quặng loại I và loại III, là loại quặng phổ biến nhất được sử dụng để sản xuất phốt pho vàng, đang chiếm khoảng 44%

Cơ cấu các loại quặng Apatit tại Lào Cai



Nguồn: Tập đoàn Hóa chất Việt Nam

Trữ lượng quặng loại I và loại III giàu đang ngày càng khan hiếm, khiến cho chi phí apatit ngày càng tăng cao. Việt Nam hiện đang tập trung tìm kiếm các phương pháp tuyển quặng tối ưu hơn để tận dụng nguồn tài nguyên. Giai đoạn 2016-2020 cũng được chú trọng để mở rộng và nâng công suất các nhà máy tuyển quặng, nhằm đáp ứng công suất sản xuất ngày càng tăng lên.

Tại Việt Nam hiện nay đang có 1 số doanh nghiệp sản xuất phốt pho vàng bao gồm:

Tên CT	Công suất thiết kế (tại thời điểm cuối 2016 – ước tính)
CTCP Phốt pho vàng Lào Cai	20,000

² <http://www.fao.org/3/a-i4324e.pdf>

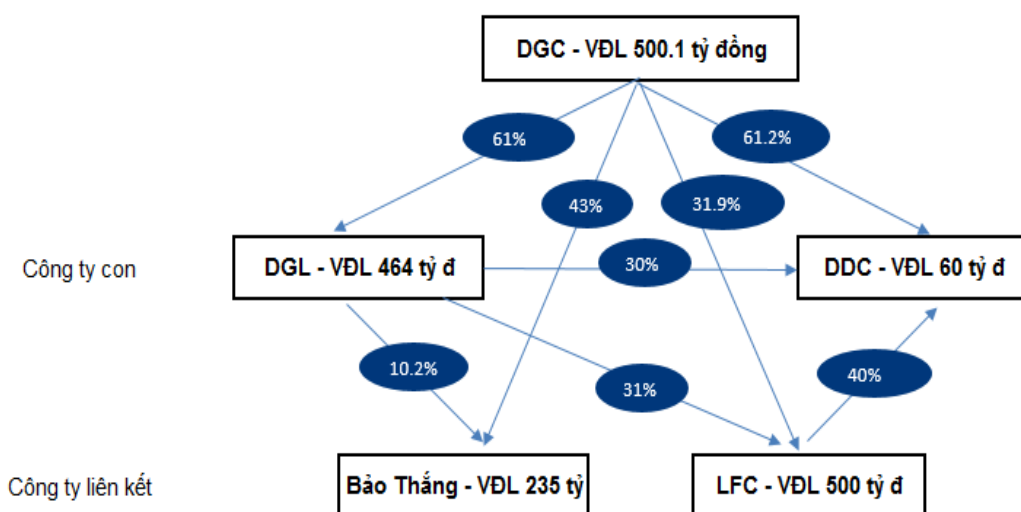
CTCP Phốt pho vàng Việt Nam	6,000
Công ty TNHH Đồng Nam Á Lào Cai	18,000
Công ty TNHH Phốt pho Vàng Việt Nam	10,000
CTCP Hóa chất Đức Giang Lào Cai	40,000

Nguồn: DGC

CTCP Bột giặt và Hóa chất Đức Giang Lào Cai (DGC)

Công ty cổ phần Bột giặt và Hoá chất Đức Giang, tiền thân là Công ty Hoá chất Đức Giang, công ty có truyền thống sản xuất Hoá dược tinh khiết cung cấp cho thị trường Việt Nam 50 năm qua. Công ty hiện đang có mức vốn điều lệ 500 tỷ đồng.

Công ty hiện đang có 2 công ty con, và 2 công ty liên kết được thành lập để hưởng các ưu đãi thuế cho doanh nghiệp mới. Các dự án mới của doanh nghiệp được chú trọng ở các công ty con liên kết để hưởng mức thuế suất ưu đãi trong 15 năm: 0% cho 4 năm đầu, 5% cho 9 năm tiếp theo và 10% sau đó.

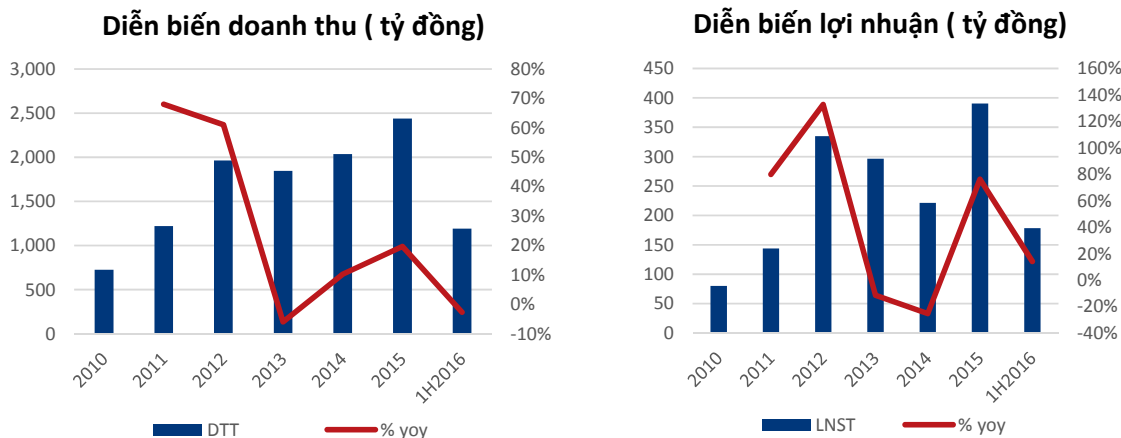


Nguồn: DGC

Note: Tỷ lệ sở hữu các doanh nghiệp được tính cả trực tiếp và gián tiếp

Giai đoạn 2010 – 2015, DGC đạt mức tăng trưởng lũy kế 27% cho doanh thu và 37% cho lợi nhuận. Trong đó sức tăng trưởng tập trung ở giai đoạn đầu và chững lại đáng kể gần đây do các nhà máy đã hoạt động hết công suất. Lợi nhuận giai đoạn 2013-2015 có nhiều biến động, phụ thuộc nhiều vào diễn biến giá bán và giá đầu vào của công ty. Công ty đã đầu tư sản xuất các mặt hàng thuộc chuỗi giá trị của phốt pho như phân bón và phụ gia thức ăn gia súc, tuy nhiên do các sản phẩm còn mới và tình hình thị trường phân bón khó khăn, các sản phẩm này vẫn chưa đóng góp nhiều vào KQKD.

Trong nửa đầu năm 2016, DGC ghi nhận 1,191.2 tỷ doanh thu (- 2.7% yoy), và 178.4 tỷ đồng LNST (+14% yoy). Lợi nhuận tăng lên chủ yếu nhờ sản phẩm phân bón, có mức lợi nhuận khoảng 20 tỷ trong quý 2/2016 (tương đương với mức lợi nhuận cả năm 2015).



Nguồn: BCTC DGC

Doanh thu và lợi nhuận 2015 của DGC được đóng góp bởi 2 sản phẩm chính: Phốt pho vàng (P4), H3PO4, và các sản phẩm phân bón, cùng nhau đóng góp 89% doanh thu và 80% lợi nhuận thuần. Trong đó, mảng sản phẩm phân bón chỉ mới được triển khai từ cuối 2014, và bắt đầu có đóng góp lên doanh thu lợi nhuận của công ty trong 2015. Các mảng sản phẩm này đều có những kế hoạch mở rộng đã triển khai trong giai đoạn 2014-2016, và dự kiến sẽ duy trì là các mảng sản phẩm chủ lực của công ty.

Mảng sản phẩm bột giặt trước đây là một sản phẩm lớn đóng góp hơn 10% vào doanh thu và lợi nhuận của công ty. Tuy vậy, do cạnh tranh khó khăn và các công tác quảng cáo tiếp thị không hiệu quả, mức tỷ trọng đã giảm mạnh thời gian gần đây. Động lực tăng trưởng trong 2016-2017 sẽ đến từ mở rộng các dây chuyền P4, H3PO4, phân bón và thức ăn gia súc.

Bảng dưới đây so sánh doanh thu và lợi nhuận thuần của các mảng sản phẩm. Chúng tôi lưu ý rằng các số liệu dưới đây chưa loại trừ giao dịch nội bộ.

	Doanh thu	Tỷ trọng doanh thu	Lợi nhuận thuần	Biên LNT	Tỷ trọng LNT
Phốt pho vàng (P4)	1,452,636	56%	197,747	14%	66.79%
Phân bón	313,673	13%	31,174	10%	10.53%
Phân MAP	166,291		7,666	4.6%	
Phân lân SSP & DSP	134,405				
Phân lân trắng FDCP	12,977		23,508	16%	
DCP – thức ăn gia súc	249,176	10%	-	-	-
H3PO4	213,323	8%	6,743	3%	2.28%
Bột giặt	131,221	5%	13,073	10%	4.42%
Khác	114,938	4%	5,080	4%	1.72%
Vận chuyển	53,525	2%	6,808	13%	2.30%
LAS	21,093	1%	1,341	6%	0.45%
Hóa chất tinh khiết	17,020	1%	5,051	30%	1.71%
Tổng	2,579,290		296,076	11.5%	

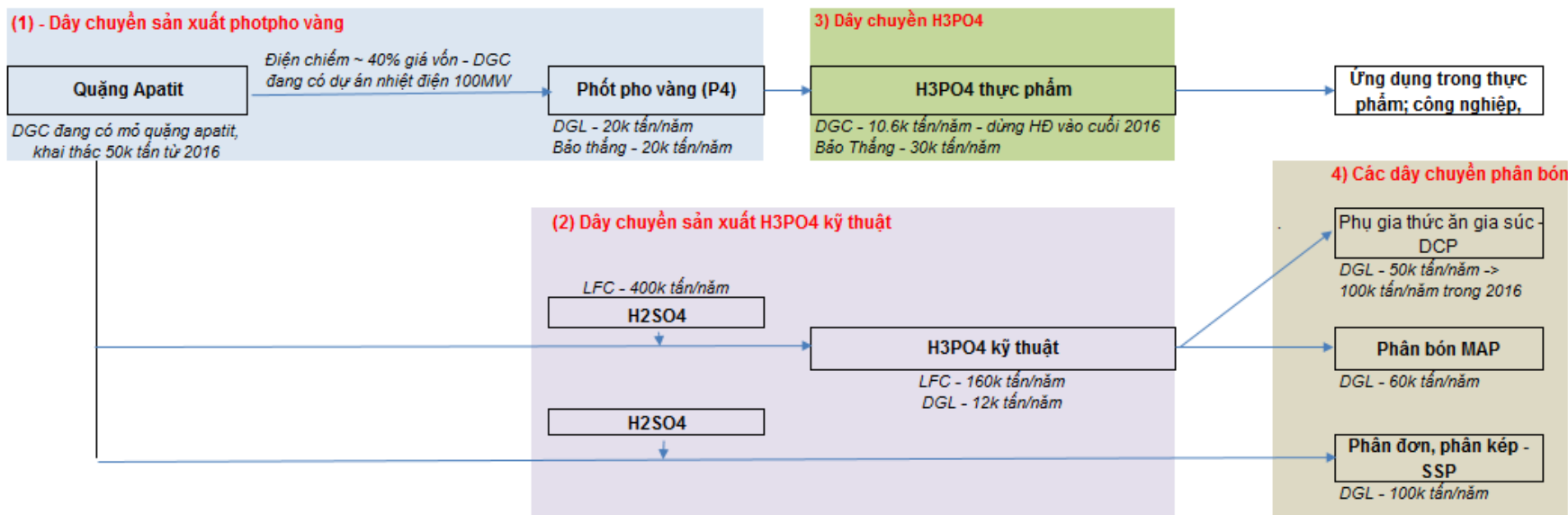
Nguồn: BCTN DGC và DGL, BSC tổng hợp

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

CHU KỲ CHUỖI SẢN XUẤT

DGC cùng với các công ty con, công ty liên kết đang hướng tới việc xây dựng chuỗi giá trị xung quanh sản phẩm phốt pho. Trong năm 2014, công ty đã đầu tư xây dựng các dây chuyền sản xuất phân bón và phụ gia thức ăn gia súc. Trong 2016, công ty tiếp tục mở rộng công suất các nhà máy phốt pho và xây dựng nhà máy axit phosphoric thực phẩm qua công ty liên kết Bảo Thắng. Việc đầu tư sâu thêm vào chuỗi giá trị phốt pho giúp DGC chủ động hơn trong việc phân bổ sản xuất đưa về mức lợi nhuận cao nhất trong chuỗi giá trị phốt pho.

Hoạt động thống nhất: Mặc dù phần nhiều hoạt động thuộc về công ty con và công ty liên kết, các dây chuyền sản xuất của DGC liên kết chặt chẽ với nhau, và cùng được vận hành chung bởi ban lãnh đạo DGC. Do vậy, báo cáo của chúng tôi sẽ đi sâu phân tích DGC theo từng dây chuyền và lĩnh vực sản xuất mà không tách bạch giữa DGC và các công ty liên kết.

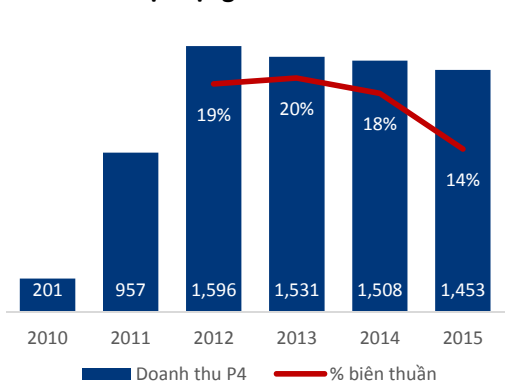


Phốt pho vàng - P4 – Triển vọng đến từ dây chuyền mới

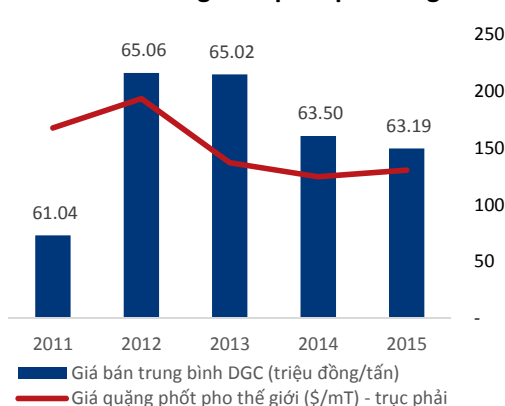
Hoạt động sản xuất phốt pho vàng của DGC do công ty con DGL đảm nhận, và sắp tới là công ty liên kết Bảo Thắng. DGL sở hữu 2 dây chuyền với tổng công suất thiết kế là 20 ngàn tấn/năm. Bên cạnh đó, dây chuyền của công ty Bảo Thắng đã hoàn tất việc xây dựng và dự kiến hoàn thành việc chạy thử trong 2016.

Mảng sản phẩm phốt pho vàng đóng góp chủ đạo vào doanh thu lợi nhuận, dù có xu hướng giảm. Sản lượng P4 sản xuất và tiêu thụ đã ổn định từ năm 2012, ở mức trung bình 122% công suất, ở khoảng 23-24 ngàn tấn/năm. Khoảng 11% sản lượng P4 sản xuất được tiêu thụ nội bộ làm H3PO4 thực phẩm, còn lại được xuất khẩu ra nước ngoài ở các thị trường chính như Ấn Độ, Nhật Bản. Hệ thống khách hàng xuất khẩu truyền thống của công ty chiếm khoảng 60% tổng lượng sản phẩm. Trong năm 2015, doanh thu từ phốt pho vàng đóng góp 56% doanh thu và 70% lợi nhuận thuần của DGC, mặc dù đã giảm đáng kể từ mức 90% năm 2012-2013.

Hoạt động sản xuất P4



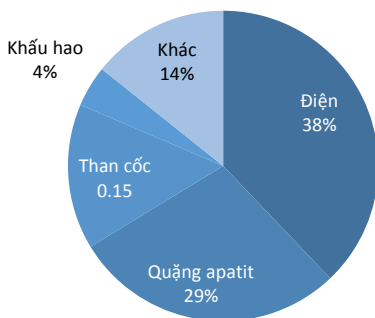
Giá bán trung bình phốt pho vàng



Nguồn: BCTN DGC, BSC ước tính

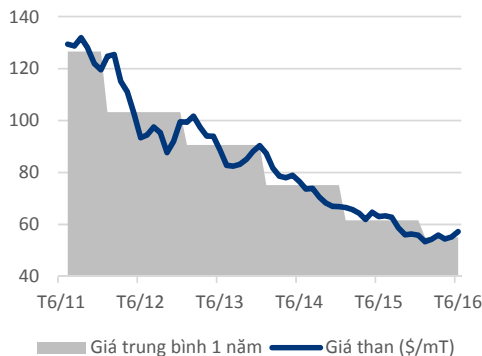
Giá bán trung bình của phốt pho vàng đã ổn định sau giai đoạn giảm. Giá bán trung bình đã giảm 3% trong năm 2014, và ổn định trong năm 2015. Mặc dù doanh nghiệp đặt mục tiêu giá bán trung bình 2016 là 60 triệu/tấn, giảm 5% so với giá trung bình 2015, diễn biến giá bán trong 8 tháng đầu năm đang tương đương so với năm ngoái.

Cơ cấu chi phí P4



Nguồn: DGC, BSC ước tính

Diễn biến giá than (\$/mT)



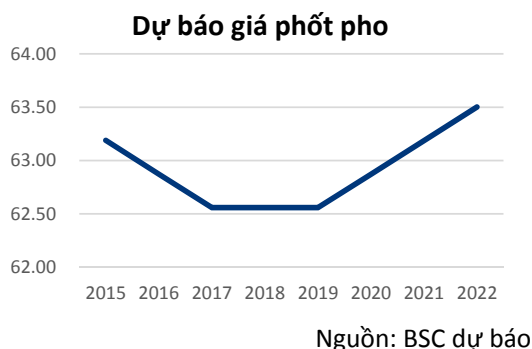
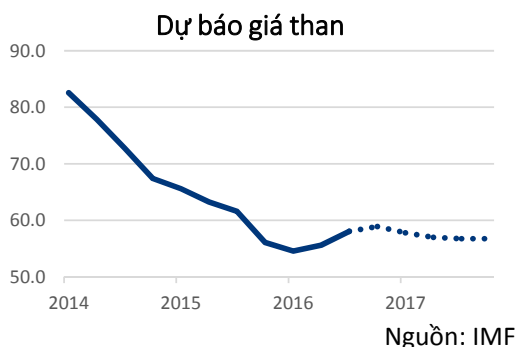
Nguồn: World Bank

Chi phí đầu vào có xu hướng tăng gây áp lực giảm lên biên gộp: Giá điện và giá quặng apatit, hai nguyên vật liệu lớn nhất cùng nhau chiếm 72% chi phí giá thành sản xuất P4 đều có xu hướng tăng giá trong thời gian qua. Trong năm 2015, giá điện trên thị

trường tăng khoảng 7.5%, cùng với mức tăng nhẹ 1-2% của giá apatit, đã khiến biên lợi nhuận thuần mạnh cho mảng sản phẩm P4, từ mức trung bình 19% giai đoạn 2012-2014 xuống còn 13.6% trong năm 2015. Ngược lại, than cốc, đóng góp 15% cơ cấu chi phí có giá trung bình giảm mạnh giai đoạn 2011 – 2015, với mức giảm 17.9% yoy trong 2015 đã hỗ trợ một phần cho biên gộp. Với chi phí đầu tư cho cả 2 dây chuyền sản xuất khoảng 170 tỷ đồng, chi phí khấu hao cho mỗi tấn sản phẩm ước tính ở mức 2 triệu đồng, tương ứng với khoảng 3-4 % cơ cấu chi phí sản xuất phốt pho.

Triển vọng cho mảng phốt pho vàng của DGC sẽ đến từ dây chuyền mới từ công ty liên kết Bảo Thắng. Dây chuyền dự kiến hoàn thành vào quý 4/2016 và hoàn tất quá trình chạy thử vào cuối năm 2016. Với công suất 20 ngàn tấn, dây chuyền này nâng tổng công suất thiết kế của DGC lên 40 ngàn tấn P4, cao nhất trong số các doanh nghiệp hiện tại với thị phần khoảng 43% theo công suất thiết kế. Lưu ý rằng công ty có khả năng chạy vượt công suất tới 20 %, tương đương với khoảng 47 ngàn tấn/năm.

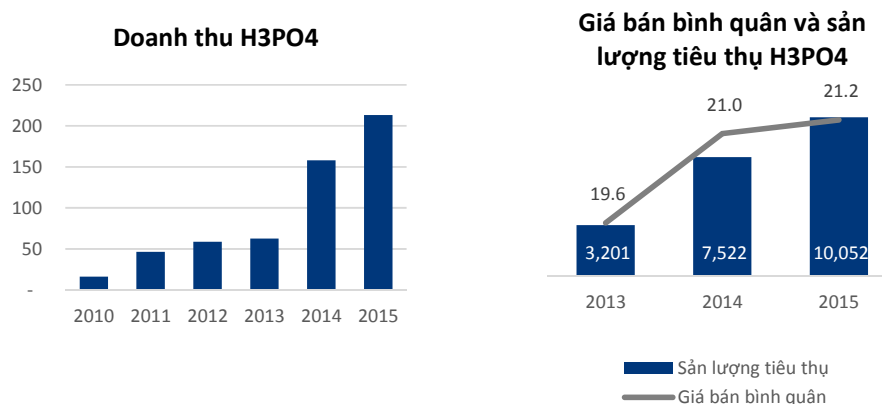
Dây chuyền P4 của Bảo Thắng sẽ đóng góp đáng kể lên tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2017. Trong số 20 ngàn tấn P4 sản xuất bởi Bảo Thắng, 9 ngàn tấn sẽ được sử dụng nội bộ cho dây chuyền H3PO4 thực phẩm. Khoảng 11 ngàn tấn còn lại sẽ được Bảo Thắng xuất khẩu, nâng tổng sản lượng phốt pho vàng xuất khẩu của DGC lên khoảng 29 ngàn tấn, tăng 45% yoy. Do phốt pho vàng là một sản phẩm hóa chất cơ bản, có thể tiếp tục chế biến sâu và có nhiều ứng dụng, nguồn cầu cho sản phẩm này khá dồi dào và công ty không lo ngại về đầu ra cho sản phẩm. Chúng tôi lưu ý (1) Bảo Thắng được hưởng thuế suất ưu đãi 0% cho 4 năm đầu hoạt động (2) dây chuyền phốt pho này sẽ đóng góp vào lợi nhuận DGC, ước tính chiếm 8.7% LNTT hợp nhất năm 2017. Tuy nhiên, do Bảo Thắng là công ty liên kết của DGC, hoạt động này không đóng góp vào doanh thu của công ty.



Giá than giảm mạnh giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp. Giá than giảm 14.9% yoy trong 1H2016, và giá than trung bình được tổ chức IMF dự báo sẽ giảm 8% yoy trong năm 2016 và duy trì ở mức này trong 2017. Việc giá than ở mức thấp giúp cho biên lợi nhuận thuần sản phẩm P4 chỉ giảm nhẹ từ 13.6% về mức 13% trong 2016, trong bối cảnh giá điện tăng mạnh 3 – 5% và giá đầu ra được dự báo đi ngang. Giá phốt pho được chúng tôi dự báo phục hồi từ 2020, như đã phân tích ở phần ngành của báo cáo.

H₃PO₄ thực phẩm – tăng trưởng từ dây chuyền mới của Bảo Thắng

Axit photphoric thực phẩm, với tỷ lệ H₃PO₄ >= 85%, được ứng dụng trong ngành tẩy rửa, xử lý nước, Phosphat hóa, tạo hương thơm cho thực phẩm, răng hàm mặt. Axit phosphoric thực phẩm là ứng dụng nổi bật nhất của Phốt pho vàng, chiếm 50% tổng sản lượng phốt pho vàng sản xuất ra trên thế giới. Việc DGC đầu tư thêm vào dây chuyền H₃PO₄ giúp doanh nghiệp ghi nhận thêm các giá trị gia tăng cho nguyên liệu phốt pho, đồng thời có sự linh hoạt trong cơ cấu sản phẩm, đối phó với trường hợp giá bán phốt pho xuống thấp.



Nguồn: DGC

Là sản phẩm được DGC chú trọng hơn những năm gần đây. Trước tình hình giá bán phốt pho vàng đi xuống, DGC đã linh hoạt sử dụng phốt pho vàng để sản xuất H₃PO₄ thực phẩm, thay vì xuất khẩu trực tiếp. Theo đó, doanh thu H₃PO₄ đã liên tục tăng trưởng giai đoạn 2010-2015 với sự tăng lên của giá bán cùng với sản lượng tiêu thụ. Trong năm 2015, sản phẩm H₃PO₄ theo đó đóng góp 16.4% lợi nhuận công ty mẹ và 8.7% lợi nhuận hợp nhất. 100% sản lượng sản xuất được xuất khẩu, do giá bán và thị trường xuất khẩu thuận lợi hơn so với thị trường trong nước.

Phốt pho vàng chiếm 90% cơ cấu giá vốn của H₃PO₄. Nguyên liệu đầu vào phốt pho vàng được sử dụng với tỷ lệ 0.275 tấn P₄ tạo ra 1 tấn H₃PO₄. Trong 2015, 10% sản lượng P₄ được sản xuất được sử dụng để làm H₃PO₄, tương đương khoảng 2,000 tấn. Công suất hiện tại cho dây chuyền là 10,600 tấn, và sẽ dừng hoạt động khi công ty di dời nhà máy từ Hà Nội lên Lào Cai. Thay vào đó, sản phẩm này tập trung ở dây chuyền mới tại công ty Bảo Thắng.

Triển vọng tăng trưởng từ sản phẩm H₃PO₄ sẽ đến từ dây chuyền Bảo Thắng, do dây chuyền hiện tại sẽ đóng cửa từ 2017. Dây chuyền mới bắt đầu chạy thử từ tháng 7/2016 và có công suất 30 ngàn tấn/năm. Theo công suất thiết kế, dây chuyền này sẽ sử dụng khoảng 9 ngàn tấn phốt pho vàng của DGC hằng năm. Công ty cho biết nhu cầu tiêu thụ của sản phẩm này hiện đang rất tốt, và công ty đã có đơn đặt hàng xuất khẩu cho toàn bộ sản phẩm sản xuất trong năm nay của Bảo Thắng. Doanh nghiệp dự kiến sẽ sản xuất 100% công suất của dây chuyền mới này trong 2017. Cũng như dây chuyền phốt pho vàng, chúng tôi lưu ý rằng do Bảo Thắng là công ty liên kết, dây chuyền axit phosphoric sẽ chỉ đóng góp vào lợi nhuận với tỷ trọng ước tính 11.7% trong 2017, mà không được ghi nhận tăng trưởng doanh thu cho DGC.

Các sản phẩm phân bón và phụ gia thức ăn gia súc – cạnh tranh cao ở thị trường mới

Sâu thêm vào chuỗi giá trị của phốt pho là các sản phẩm phân bón và phụ gia thức ăn gia súc. Nguyên liệu đầu vào của các sản phẩm này là H₃PO₄ kỹ thuật, là loại axit phosphoric có nồng độ nhỏ hơn 85%, được sản xuất bởi LFC, một công ty liên kết của DGC.

Các sản phẩm phân bón và phụ gia thức ăn gia súc được sản xuất bởi công ty con là DGL. Mảng hoạt động này mới được đưa vào từ 2014, nhưng nhanh chóng tăng trưởng lên mức đóng góp khoảng 13% doanh thu và 11% lợi nhuận thuần hợp nhất. Một số sản phẩm chính bao gồm supe lân đơn, supe lân giàu, và phân MAP. Cụ thể:

	Công suất 2016	Tiêu thụ 2015	KH tiêu thụ 2016	Doanh thu 2015 (tỷ VND)	Lợi nhuận thuần 2015 (tỷ VND)
SSP - super lân đơn	100,000	62,797	70,000	134.4	23.5
DSP - super lân giàu		10,550	20,000	25.8	
DCP - Phụ gia thức ăn gia súc	100,000	36,436	50,000	249.2	-1.08
FDCP - phân lân trắng	5,000	6,052	5,000	12.9	
phân MAP	60,000	20,124	20,000	166.3	7.6

Nguồn: DGC

Do tình hình thị trường phân bón khó khăn, và các công tác tiếp thị sản phẩm còn chưa mang lại kết quả rõ ràng, các dây chuyền của các sản phẩm mới hiện đang hoạt động ở mức trung bình 60% công suất thiết kế trong năm 2015, mặc dù biên thuần của phân lân giao động ở mức 15%, khá cao so với mức biên chung của DGC. Tình hình sản xuất nửa đầu 2016 khả quan hơn, với mức lợi nhuận thuần thu về tương đương với mức lợi nhuận của cả năm 2015, khoảng 20 tỷ đồng.

Tình hình bán hàng của mảng sản phẩm thức ăn gia súc khả quan hơn, nhưng chưa mang lại lợi nhuận đáng kể. DGC có lợi thế nhờ tận dụng toàn bộ lượng than đá cần dùng bằng cách tận dụng khí CO phát ra từ các dây chuyền phốt pho, giúp giảm giá thành sản phẩm. Các sản phẩm DCP của công ty đã được chấp nhận trong thị trường quốc tế ở các nước Pháp, Indonesia và Thái Lan. Mặc dù vậy, do chưa làm chủ được công nghệ, trong năm đầu sản xuất 2015, dây chuyền DCP đạt 75% công suất, trong khi sản phẩm không đủ để cung cấp cho thị trường. Các chi phí bán hàng liên quan cũng khiến cho mảng sản phẩm này ghi nhận lỗ trong 2015.

Các mảng sản phẩm mới là kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của DGC, mặc dù đóng góp không nhiều. Khác với các mảng sản phẩm truyền thống, mảng phân bón yêu cầu DGC đầu tư hơn về việc tiếp thị hình ảnh và xây dựng thương hiệu. Sự cạnh tranh cao trong phân khúc này, cùng với việc thị trường phân bón đang ở trong trạng thái dư cung khiến cho triển vọng ngắn và trung hạn của mảng sản phẩm này còn nhiều khó khăn. Đối với mảng phân bón, công ty đã bắt đầu gia tăng lợi nhuận trong nửa đầu 2016. Ngược lại, phân khúc phụ gia thức ăn gia súc dự kiến vẫn chưa mang lại lợi nhuận đáng kể trong thời gian tới. Trong quý 2/2016 bắt đầu dự án mở rộng dây chuyền sản xuất phụ gia thức ăn gia súc (DCP) từ 50 ngàn tấn lên 100 ngàn tấn/năm và dự kiến hoàn thiện trong Q4/2016, với tổng chi phí xây dựng ước tính là 30 tỷ đồng.

H3PO4 kỹ thuật – đã chạm mức công suất thiết kế

H3PO4 kỹ thuật được sử dụng sản xuất trực tiếp từ quặng Apatit, và sử dụng H2SO4. Sản phẩm được ứng dụng làm một số loại phân bón như phân đơn, phân kép. Đây là sản phẩm chính mang lại lợi nhuận cho LFC, một công ty liên kết của DGC có đóng góp 12.3% vào cơ cấu lợi nhuận của DGC.

Axit photphoric kỹ thuật được sản xuất với công suất 160k tấn/năm, và có sử dụng H2SO4 cũng do LFC sản xuất. 2 dây chuyền này đã được hoạt động ổn định trong 2015 với mức công suất 90% cho H3PO4 và 95% cho H2SO4. LFC ghi nhận mức lợi nhuận 323 tỷ đồng sau thuế, chủ yếu từ việc xuất khẩu H3PO4.

Do các dây chuyền sản xuất của LFC đã đi vào hoạt động ổn định và gần chạm công suất thiết kế, tiềm năng tăng trưởng từ LFC là hạn chế. DGC đang cân nhắc việc niêm yết LFC trong thời gian tới.

Các kế hoạch SXKD dài hạn – giai đoạn 2017-2020

Bên cạnh các dự án ngắn hạn đóng góp vào hoạt động kinh doanh 2016 và 2017, DGC còn có một số các dự án trung và dài hạn, cho giai đoạn 2017 – 2020. Chúng tôi chưa đưa các dự án này vào model định giá DGC, nhưng lưu ý rằng một số dự án có tính khả thi cao và dự kiến đóng góp đáng kể lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong dài hạn

(1) Dự án nhiệt điện – 100MW, thực hiện bởi DGL, với tổng nguồn vốn đầu tư dự kiến là 1,800 tỷ đồng, tài trợ 50% - 60% bởi nguồn vốn vay ngân hàng. Nguồn vốn cần thiết còn lại sẽ được tăng vốn để tài trợ vốn chủ cần thiết cho dự án. Dự án được dự kiến khởi công trong đầu năm 2017, và hoàn thành vào cuối 2018.

Là động lực tăng trưởng lợi nhuận dài hạn: Dự án này sẽ sử dụng nguồn nhiệt dư từ các nhà máy phốt pho của các dự án tại Tầng Loong, Lào Cai, để cung cấp điện cho các dây chuyền sản xuất của DGC. Dự án này đi vào hoạt động sẽ giúp giá thành sản xuất P4 giảm 20-30% vì chi phí tiền điện hiện tại đang chiếm 40% giá thành sản xuất P4. Mức giảm này dự kiến sẽ còn cao hơn nếu doanh nghiệp có thể tận dụng các nhà máy lân cận, tiến tới giảm cả chi phí than cốc sử dụng để sản xuất P4. Tổng chi phí tiết kiệm được DGC ước tính ở mức 200 tỷ/năm, là một động lực lớn cho tăng trưởng lợi nhuận so với quy mô hiện tại của doanh nghiệp (~ 300 tỷ LNST). Ngoài ra, dự án này cũng sẽ giúp doanh nghiệp bớt phụ thuộc vào nguồn điện từ quốc gia.

(2) Dự án thăm dò quặng Apatit. Công ty hiện chưa công bố trữ lượng chính xác của mỏ quặng này. Việc có thể khai thác mỏ quặng này giúp giảm bớt sự phụ thuộc vào CTCP TNHH MTV Apatit Việt Nam, là đơn vị cung cấp quặng cho tất cả các doanh nghiệp sản xuất photpho vàng của Việt Nam. Điều này sẽ giúp doanh nghiệp có sự chủ động hơn với đầu vào, trong bối cảnh giá quặng apatit có xu hướng tăng trong những năm qua. Trong 2016, công ty dự kiến khai thác được 50,000 tấn quặng apatit.

(3) Dự án xây dựng bất động sản: công ty dự kiến di chuyển trụ sở nhà máy tại Đức Giang, Long Biên, Hà Nội về Hưng Yên và sử dụng khu đất 4.7 ha này để xây chung cư bán thương mại và một phần cho cán bộ công nhân viên. Dự án này dự kiến khởi công từ quý II/2017 và thực hiện trong 4 năm với tổng vốn đầu tư khoảng 4,500 tỷ đồng.

(4) Kế hoạch hợp nhất công ty: DGC đang có kế hoạch sát nhập tất cả các công ty con và công ty liên kết vào công ty mẹ, theo hình thức holding với mã cổ phiếu duy nhất là DGC, dự kiến qua hình thức swap share với tỷ lệ chưa xác định. Việc sát nhập sẽ giúp doanh nghiệp có tính minh bạch cao, hạn chế những vấn đề liên quan đến sở hữu chéo, và qua đó gia tăng giá trị doanh nghiệp.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

	2012	2013	2014	2015	1H2016	TB Ngành
DTT	1,259.5	2,046.8	1,926.9	2,102.6	1,191.2	
% yoy	73.5%	62.5%	-5.9%	9.1%	-2.7%	10.14%
LNG	465.7	408.9	362.7	471.5	227.6	
<i>Biên LNG</i>	37.0%	20.0%	18.8%	22.4%	19.1%	
EBIT	362.5	340.5	271.3	416.8	192.7	
<i>Biên EBIT</i>	28.8%	16.6%	14.1%	19.8%	16.2%	9.29%
LNTT	358.97	335.6	259.8	408.7	188.9	
<i>Biên LNTT</i>	28.5%	16.4%	13.5%	19.4%	15.9%	9.52%
LNST	334.84	296.5	221.4	386.1	178.4	
% yoy	132.8%	-11.5%	-25.3%	74.4%	14.1%	15.26%
EPS 12M Trailing	12,990.0	6,796.0	4,452.0	6,532.6	6,771.6	
Cơ cấu tài sản						
% TS ngắn hạn	69%	72%	56%	45%	43%	68.83%
% TS dài hạn	31%	28%	44%	55%	57%	31.17%
TS cố định	207	283	535	613	567	
% Tài sản cố định	20%	20%	32%	33%	31%	
Cơ cấu nguồn vốn						
% Nợ ngắn hạn	44%	45%	44%	35%	32%	
% nợ vay ngắn hạn	8%	14%	27%	18%	16%	18.13%
%VCSH	56%	55%	56%	65%	68%	75.1%
Vốn góp	220	335	335	422	422	
Hệ số hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	14.06	3.17	2.75	4.01		24.91
Vòng quay khoản phải trả	19.01	12.26	14.55	16.99		15.86
Vòng quay hàng tồn kho	9.34	6.39	10.71	11.07		5.81
Vòng quay tổng tài sản	1.89	1.31	1.21	1.33		1.53
Vòng quay vốn lưu động	7.96	2.56	2.57	3.56		8.55
Khả năng thanh toán						
Hệ số thanh toán ngắn hạn	1.59	1.59	1.27	1.29	1.33	2.04
Hệ số thanh toán nhanh	1.23	1.24	1.06	1.01	1.06	1.06
Khả năng sinh lời						
ROE	73%	47%	24%	32%	29%	19.52%
ROA	32%	21%	13%	21%	20%	10.75%
ROCE	63%	36%	16%	25%	23%	

Nguồn: BCTC DGC, Bloomberg, BSC tổng hợp

Cơ cấu tài sản dịch chuyển dần về tài sản dài hạn: Việc chú trọng đầu tư vào các dây chuyền sản phẩm mới là lý do cho mức dịch chuyển nhanh chóng tỷ trọng tài sản dài hạn từ 28% lên 57%. Trong đó, 31% tổng tài sản là tài sản cố định. Các dự án lớn sắp tới dự kiến sẽ tiếp tục nâng cao tỷ trọng tài sản cố định của công ty.

Cơ cấu nguồn vốn lành mạnh: Hiện nay, nợ vay của DGC chỉ bao gồm nợ vay ngắn hạn, phục vụ cho nhu cầu sản xuất kinh doanh, với tỷ lệ nợ ngắn hạn 32% nguồn vốn, trong đó có 16% là nợ vay các ngân hàng, tương đương mức

trung bình ngành. Trong tháng 7/2016, công ty đã trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 18.479%, nâng tổng vốn điều lệ lên 500 tỷ đồng. Chúng tôi lưu ý rằng cơ cấu nguồn vốn của DGC sắp tới sẽ có nhiều thay đổi, khi công ty có kế hoạch tăng vốn lẫn nợ vay dài hạn để đầu tư các dự án lớn như dự án nhiệt điện và dự án bất động sản.

Khả năng sinh lời theo xu hướng giảm nhưng vẫn ở mức cao so với ngành.

Sự khó khăn chung của thị trường khiến các chỉ số ROE, ROA và ROCE đã có xu hướng giảm. Các dự án mở rộng công suất và xây dựng thêm dây chuyền trong năm 2014 đã giúp các chỉ số lợi nhuận tăng tốt trong năm 2015 và hiện đang ở mức cao hơn đáng kể so với mức trung bình ngành. Chúng tôi cho rằng các chỉ số sinh lời sẽ vẫn có xu hướng giảm trong thời gian tới, chủ yếu do mức tăng cao trong nguồn vốn và tài sản, trong khi các dự án đầu tư lớn chưa đóng góp vào kết quả kinh doanh.

Khả năng thanh toán giảm dần: Các hệ số hiện thời và hệ số thanh toán nhanh đều giảm mạnh qua các năm, do công ty sử dụng sử dụng vốn để đầu tư dài hạn, và phụ thuộc vào nợ ngắn hạn và vốn lưu động cho các hoạt động kinh doanh. Mặc dù giảm mạnh, các tỷ lệ vẫn ở mức lớn hơn 1, và hệ số thanh toán nhanh đang tương đương với ngành nên chúng tôi cho rằng khả năng thanh toán của DGC được đảm bảo.

Các chỉ tiêu vòng quay hoạt động chưa tốt. Vòng quay khoản phải thu thấp hơn đáng kể so với ngành là điểm yếu của DGC. Có thể do sản phẩm chủ yếu được xuất khẩu, với các khách hàng lâu năm, nên DGC đang bị ứ đọng vốn lưu động ở các khoản phải thu. Ngược lại vòng quay hàng tồn kho của doanh nghiệp cao hơn đáng kể so với ngành.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về cơ cấu sở hữu chéo: Cơ cấu sở hữu chéo và phức tạp, với giao dịch nội bộ cao được BSC đánh giá là yếu tố rủi ro lớn của doanh nghiệp. Hiện tại, hầu hết các kế hoạch mở rộng trung hạn được thực hiện ở công ty liên kết Bảo Thắng. Sắp tới với các dự án nhiệt điện và quặng apatit, nguyên liệu đầu vào chính của Bảo Thắng sẽ từ DGC và DGL, làm gia tăng giao dịch nội bộ. Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch hợp nhất của công ty sẽ giải quyết được rủi ro này, mặc dù kế hoạch này còn chưa rõ ràng và mang tính dài hạn.

Phụ thuộc diễn biến giá đầu ra và đầu vào: Giá thành điện và giá quặng apatit là hai nguyên liệu đầu vào trọng yếu của DGC và hiện nay công ty đang phụ thuộc vào mạng lưới điện quốc gia và CTCP TNHH 1 Thành viên Apatit Việt Nam cho nguồn nguyên liệu đầu vào. Giá bán phốt pho vàng và axit H₃PO₄ cũng đều phụ thuộc hoàn toàn vào thị trường thế giới, dẫn đến sự biến động lớn trong biên lợi nhuận của công ty. Tuy vậy các dự án dài hạn của doanh nghiệp bao gồm nhiệt điện và mỏ quặng apatit sẽ giúp hạn chế rủi ro đầu vào, và nếu thành công sẽ là một lợi thế lớn của DGC so với các công ty sản xuất phốt pho khác của Việt Nam.

Rủi ro tỷ giá: Phần lớn doanh thu của công ty là từ xuất khẩu, do vậy công ty chịu ảnh hưởng của rủi ro tỷ giá. Tuy nhiên, do đa số các giao dịch được thanh toán bằng USD trong khi Việt Nam duy trì chính sách neo tỷ giá có điều chỉnh

nên chúng tôi đánh giá rủi ro tỷ giá hiện không phải là rủi ro trọng yếu của doanh nghiệp. Lưu ý rằng chúng tôi không bao gồm các lãi/lỗ tỷ giá trong mô hình định giá DGC.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2016 và 2017, chúng tôi ước tính doanh thu hợp nhất của DGC đạt 2,498.9 tỷ đồng (+2.5% yoy), do sự đóng góp từ các mảng sản phẩm mới như phụ gia DCP, phân bón MAP đã bị bù trừ một phần bởi sự giảm giá phốt pho vàng. Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ ước đạt 309.2 tỷ đồng (+9.3%), đóng góp bởi lợi nhuận từ Bảo Thắng trong quý 4. Công ty sẽ tiếp tục duy trì sức tăng trưởng lợi nhuận tốt trong 2017 ở mức 16.48% yoy, khi các dây chuyền của Bảo Thắng được hoạt động ổn định ở mức 100% công suất.

Giai đoạn 2017-2025, chúng tôi dự báo doanh thu chỉ tăng trưởng mức CAGR 5.7% và lợi nhuận tăng trung bình 8.6%. Lý do cho mức tăng trưởng chững lại là do các mảng sản phẩm chính như phốt pho vàng và H3PO4 đã hoạt động ổn định 100% công suất từ 2017. Lưu ý rằng, mô hình định giá của chúng tôi chưa bao gồm ảnh hưởng của các dự án dài hạn, do chưa đủ cơ sở dữ liệu để ước tính. Các dự án dài hạn này sẽ có ảnh hưởng trọng yếu đến kết quả kinh doanh của DGC giai đoạn sau 2019.

Chúng tôi dựa vào một số dự báo sau để dự báo kết quả kinh doanh DGC, giai đoạn 2016-2022:

Chỉ tiêu	Giá định
Phốt pho vàng	Giá thành giảm 0.5% giai đoạn 2016-2017 sau đó tạo đáy và tăng 0.5% - 1%/năm Sản lượng tiêu thụ duy trì ổn định đối với DGL, và đạt 100% công suất cho Bảo Thắng từ 2017, và ổn định ở mức 120% công suất từ 2020. Giá điện tăng 2%/năm, giá than giảm mạnh 15% năm 2016 và 3-10%/năm giai đoạn 2017-2020.
H3PO4	Giá bán tăng nhẹ ở mức 0% - 1% Giá thành dựa vào giá phốt pho vàng
Các sản phẩm phân bón	Giá bán giảm 5% mỗi năm giai đoạn 2016-2018, sản lượng tiêu thụ tăng dần và đạt 100% công suất giai đoạn 2019-2022
Các sản phẩm khác	Dựa theo các sản phẩm chính
Chi phí khấu hao	Tăng dần giai đoạn 2016-2018, sau đó giảm mạnh vào năm 2021-2022 do một số dây chuyền hết khấu hao
Thuế TNDN	Duy trì ở mức hiện tại, và tăng mạnh lên 10% từ 2022, khi DGC hết hạn ưu đãi

Dự báo kết quả kinh doanh

Lợi nhuận thuần (triệu đ)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Công ty mẹ DGC	44,512	47,535	34,148	33,295	32,269	31,473	30,701	30,470
% yoy		6.8%	-28.2%	-2.5%	-3.1%	-2.5%	-2.5%	-0.8%
Công ty con DGL	273,272	283,858	291,408	301,867	323,844	341,183	365,148	394,904
% yoy		3.9%	2.7%	3.6%	7.3%	5.4%	7.0%	8.1%
Công ty liên kết Bảo Thắng	0	32,987	206,640	288,796	311,781	328,783	348,606	368,566
% yoy			526.4%	39.8%	8.0%	5.5%	6.0%	5.7%
Công ty liên kết LFC	102,653	107,785	113,175	113,175	113,175	113,175	113,175	113,175
% yoy		5.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là (1) Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và (2) Phương pháp định giá so sánh P/E để định giá DGC

1) Phương pháp FCFE

Chúng tôi tiến hành định giá theo phương pháp FCFF dựa trên một số giả định sau:

Beta: Do DGC chỉ mới được niêm yết hơn 1 năm, với thanh khoản thấp, chúng tôi cho rằng giá trị beta tính toán dựa trên diễn biến giá cổ phiếu DGC so với VN Index không phản ánh được rủi ro của doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính beta của DGC là 0.72 từ beta chung của ngành hóa chất như sau:

Giả định	
Lãi suất phi rủi ro Rf	5.9%
Phần bù rủi ro thị trường (Rm – Rf)	8.3%
Beta 1 năm	0.72
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	11.9%
Tăng trưởng dài hạn sau 2022 (g)	1%
Giá một cổ phần (đồng/cp)	57,719

	Beta 1 year	D/E	Effective tax rate	Unlevered Beta
DGC	0.72	0.24	0.05	0.57
Average				0.57
DPM	0.72	0.03	0.19	0.70
DCM	0.51	1.13	0.18	0.26
LAS	0.76	0.52	0.22	0.54
SFG	0.51	0.87	0.18	0.30
VAF	0.72	0	0.18	0.72
NFC	0.34	0.32	0.18	0.27
HAI	1.13	0.4	0.26	0.87
NET	0.96	0	0.16	0.96
CSV	0.67	0.337	0.24	0.53

Chi phí vốn chủ sở hữu là 11.9%, được tính toán theo phương pháp CAPM dựa trên giả định (1) beta của cổ phiếu DGC là 0.7 như trên; (2) Rm – Rf là mức bù rủi ro, 8.3%, lấy từ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctrypre m.html (3) Lãi suất phi rủi ro: lãi suất đầu thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm và bằng 5.9% (4) tăng trưởng dài hạn: g = 1% do chúng tôi không bao gồm các dự án dài hạn của DGC vào model, tăng trưởng từ hệ thống sản xuất hiện tại được ước tính ở mức 1%

Thuế suất thuế TNDN là 5.4 % vào năm 2015 tăng lên 10% vào 2022

Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1 (2015-2022): Ghi nhận lợi nhuận từ các dây chuyền mới, và hưởng thuế suất ưu đãi
- Giai đoạn 2 (sau 2022): Tốc độ tăng trưởng dài hạn được dự báo là 1%

Giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu là 57,262

2) Phương pháp P/E

Chúng tôi sử dụng PE bình quân 5 năm, trung bình của ngành hóa chất Việt Nam hiện đang ở mức 7.56x. EPS trung bình giai đoạn 2016-2018 của DGC là 7,289 VND/cp.

Giá hợp lý là 55,105 VND/cp

3) Tổng hợp các phương pháp định giá

Phương pháp	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Giá khuyến nghị	Upside
PE	55,105	50%	55,374	17.3%
FCFE	55,643	50%		

Phụ lục

1) Bảng dự báo kết quả kinh doanh 2016-2022

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	2,499	2,360	2,453	2,622	2,689	2,838	3,083
Lợi nhuận gộp	494	461	465	492	514	544	607
Lợi nhuận gộp tài chính	4.3	(0.4)	(3.4)	(4.8)	(5.4)	(8.1)	(5.0)
LNST	423	482	524	560	584	610	648
EPS	6,285	7,413	8,169	8,720	9,072	9,405	9,934

2) Bảng cân đối kế toán 2016-2022

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TS ngắn hạn	1,114	1,225	1,437	1,597	1,783	2,020	2,114
TS dài hạn	925	1,081	1,217	1,373	1,537	1,710	1,915
Tổng tài sản	2,039	2,306	2,654	2,970	3,320	3,730	4,029
Nợ ngắn hạn	584	611	682	687	704	758	667
Nợ dài hạn							
VCSH	1,194	1,455	1,694	1,972	2,283	2,616	2,972
BVPS	21,334	25,302	29,981	35,178	40,705	46,546	52,884

3) Bảng so sánh PE

Ticker	P/E trung bình 5 năm	ROE (%)	ROA (%)
Median	7.20	18.17	9.22
Average	7.56	19.52	10.75
DGC VN Equity	6.21	36.74	15.95
HAI VN Equity	10.18	7.57	4.26
DPM VN Equity	6.90	14.61	14.15
HVT VN Equity	6.02	12.46	4.40
NET VN Equity	6.21	32.38	25.29
BFC VN Equity	5.92	23.53	6.99
NFC VN Equity	12.32	8.64	5.74
LAS VN Equity	4.45	21.63	11.45
CSV VN Equity	6.28	22.90	13.44
SFG VN Equity	7.02	14.70	5.87
DCM VN Equity	10.80		

Nguồn: Bloomberg

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp và cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để

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 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

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép 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