

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

| CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (HSX: DGC)<br>Hưởng lợi từ 5G tiếp tục trong năm 2021 |              |                                 |            |                            |       |
|----------------------------------------------------------------------------------------|--------------|---------------------------------|------------|----------------------------|-------|
| Khuyến nghị                                                                            | MUA          |                                 |            |                            |       |
| Giá hiện tại:                                                                          | 58,400       | Ngày viết báo cáo:              | 23/02/2021 | <b>Cơ cấu cổ đông</b>      |       |
| 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%  |
| <b>Tiềm năng tăng giá</b>                                                              | <b>32.5%</b> | Sở hữu nước ngoài               | 1.8%       | Đào Hữu Kha                | 6.1%  |

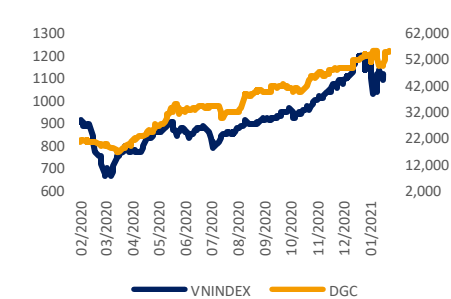
Chuyên viên phân tích ngành:

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

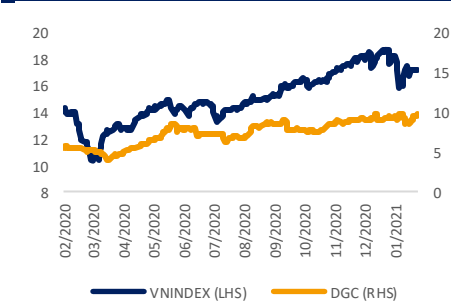
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

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



|         | 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%     |

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

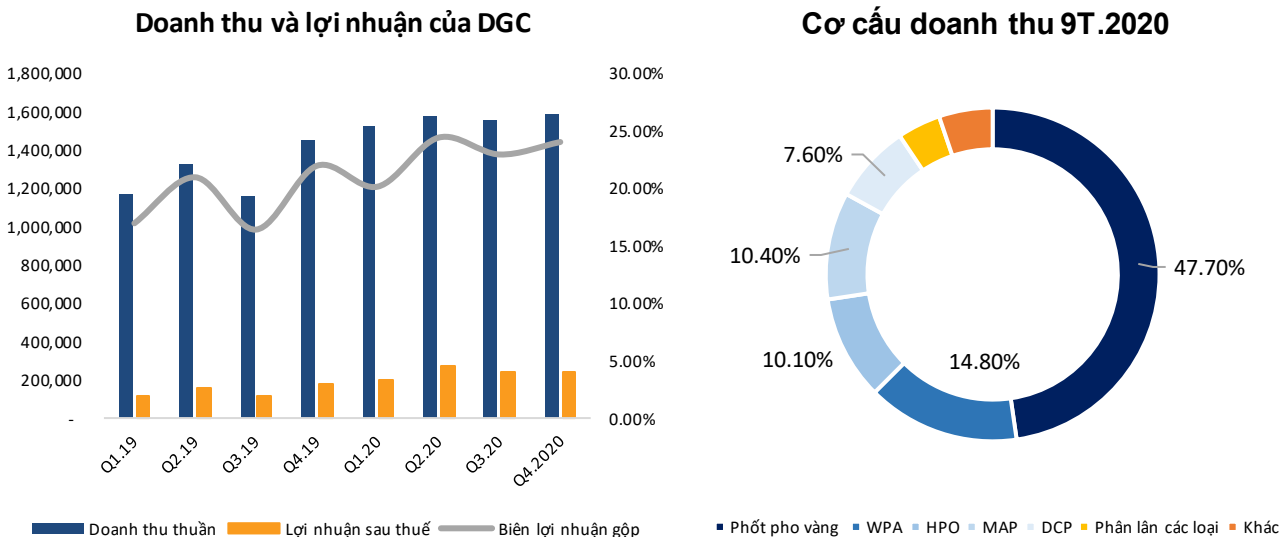
- Kết quả kinh doanh năm 2020 ghi nhận tốc độ tăng trưởng vượt bậc** với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 6,236 tỷ (+22.5% YoY) và 948 tỷ (+65.8% YoY). Kết quả này tương đương với 95.3% và 101% dự phóng mới nhất của BSC.
- Triển vọng năm 2021:** BSC cho rằng nhu cầu Photpho vàng vẫn tiếp 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.

|                    | 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.

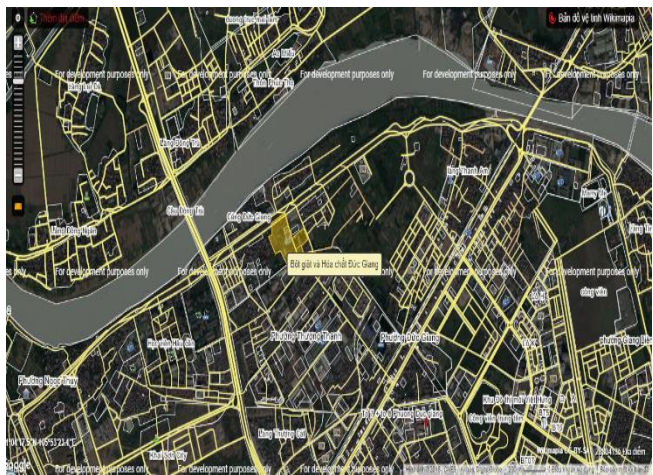


Nguồn: DGC

**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**

| <b>Dự án</b>                      | <b>Vị trí</b>                             | <b>Giá chung cư<br/>(triệu/m<sup>2</sup>)</b> | <b>Thông tin dự án</b>                                           |
|-----------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| Dự án Bình Minh Garden            | 93 Đức Giang (cách dự án DGC 240 m)       | 28z                                           | Số lượng căn hộ:<br>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:<br>378 căn                                      |
| Dự án Chung cư Hanoi Homeland     | 29 Thượng Thanh (cách dự án DGC 2.6 km)   | 24 - 25                                       | Số lượng căn hộ:<br>1,000 căn                                    |
| Dự án Chung cư Berriver Long Biên | 390 Nguyễn Văn Cừ (cách dự án DGC 4.7 km) | 30                                            |                                                                  |

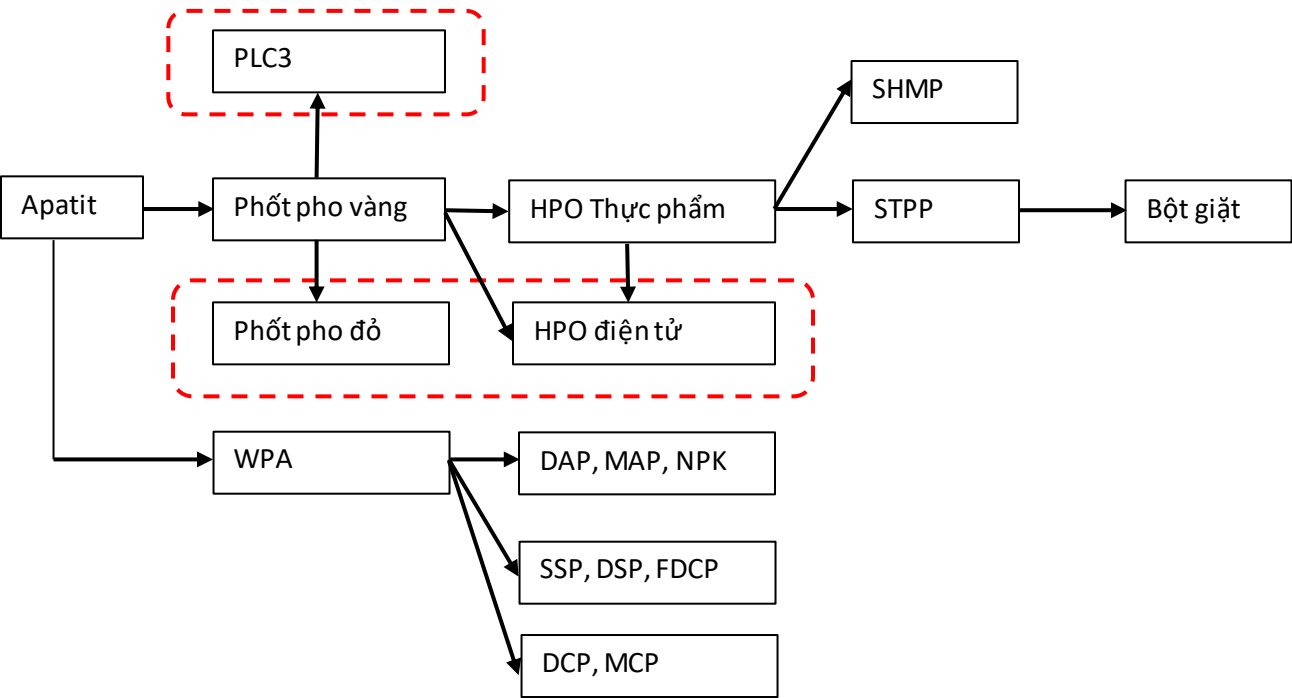
*Nguồn: BSC tổng hợp*

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<br>(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 photpho, 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 Photpho 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 quặng 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)<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*

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 đông 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 Photpho vàng |
| Tiến độ dự kiến   | Thực hiện các thủ tục đầu tư trong Q2.2021 |

*Nguồn: DGC*

**Về công suất Photpho 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).

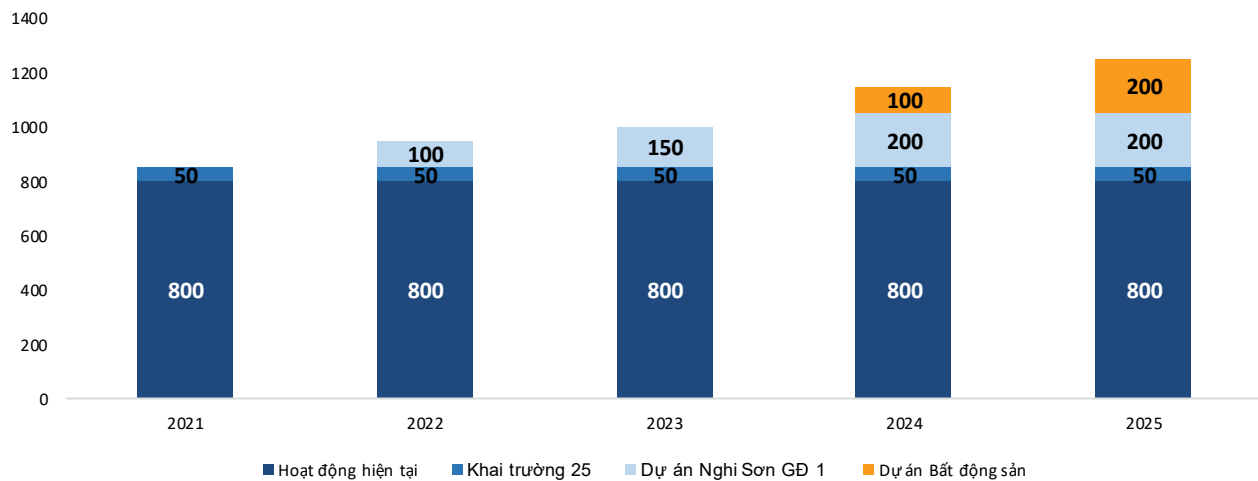
### **Hóa chất là ngành nghề kinh doanh có rào cản gia nhập lớn**

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 Phot 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:<br>+ Doanh thu: 6,000 – 7,000 tỷ |
| Giai đoạn 2 | 6,000           | Xút rắn công suất 100,000 tấn năm và nhựa PVC 150,000 tấn/năm | 2022 – 2024              | + Lợi nhuận: 800 tỷ                               |
| 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                |
| <b>Tổng</b>      |                |                     | <b>1,533,000</b>      | <b>191,500</b>        |

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.

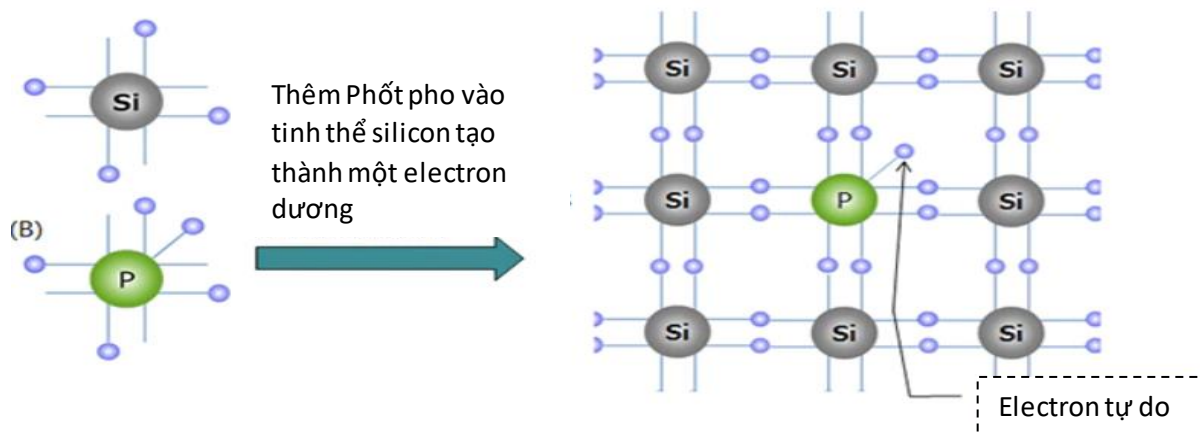
(i) Rủi ro vận hành: Xút là sản phẩm hóa chất mới mà Đức Giang chưa có nhiều kinh nghiệm nhiều như Phốt pho, do đó, việc xây dựng và vận hành một nhà máy quy mô lớn sẽ tồn tại các vấn đề công ty chưa lường trước.

(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

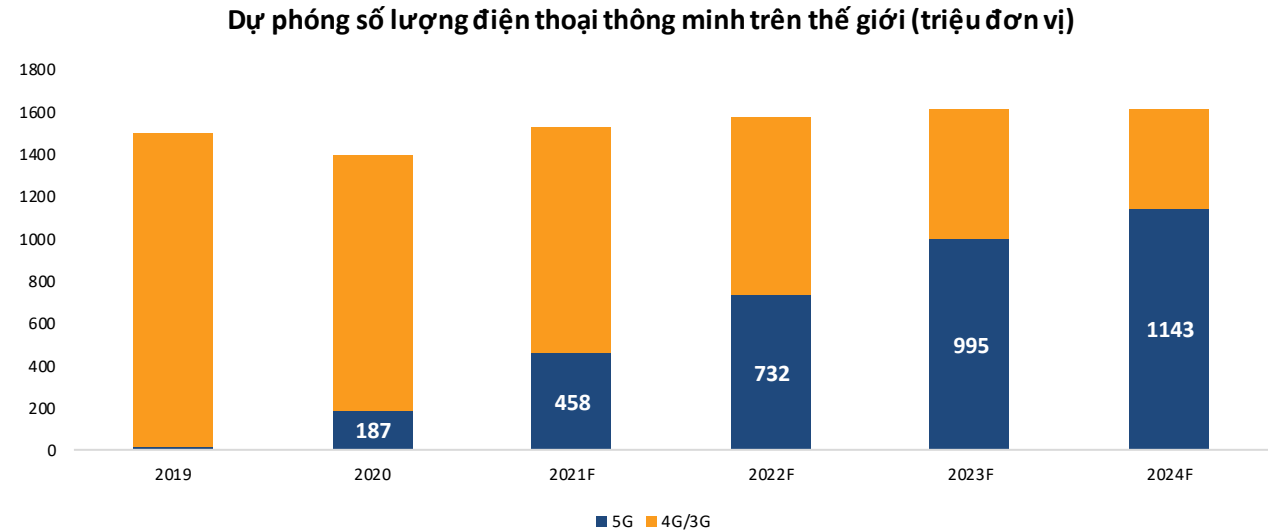
So với báo cáo mới nhất ([Link](#)), BSC nâng quan điểm sang Tích cực về nhu cầu Phốt pho vàng trong năm 2021 do nhu cầu sản xuất các thiết bị 5G còn rất lớn trong năm 2021

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).



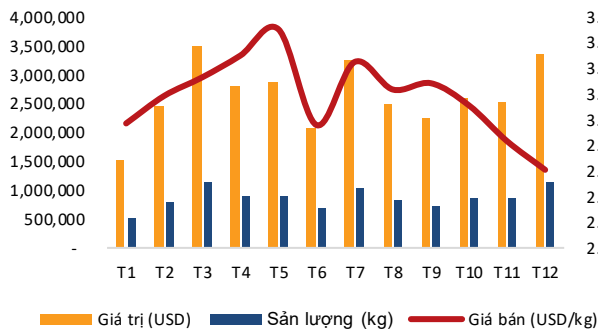
Nguồn: Gartner

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.

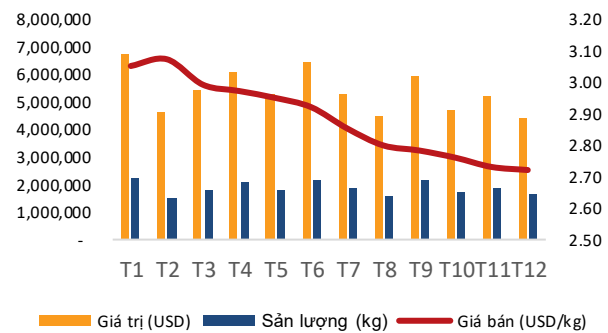
| Bảng Giá trị xuất khẩu Phốt pho vàng của Việt Nam sang các thị trường |                |        |
|-----------------------------------------------------------------------|----------------|--------|
| Sp: Phốt pho vàng – triệu USD                                         | Kim ngạch 2020 | %YoY   |
| 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

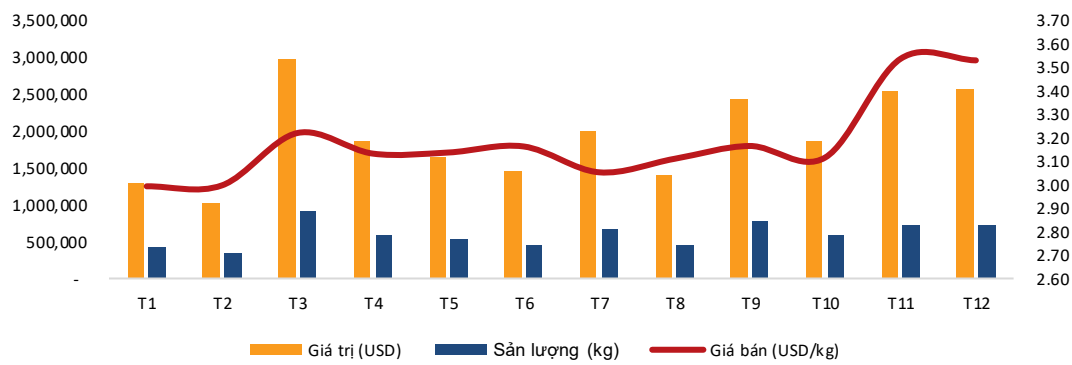
**Giá trị xuất khẩu Phốt pho Việt Nam vào Hàn Quốc**



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



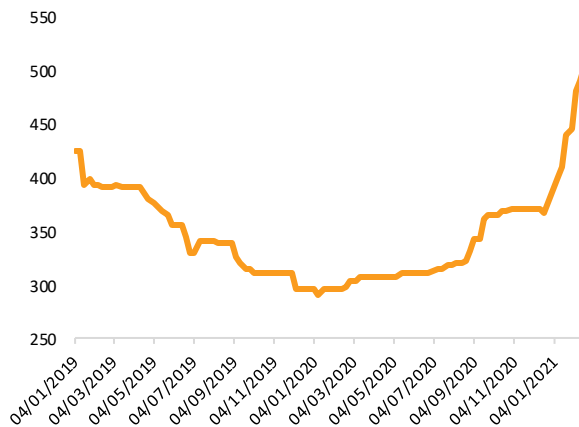
**Giá trị xuất khẩu Phốt pho Việt Nam vào Đài Loan năm 2020**



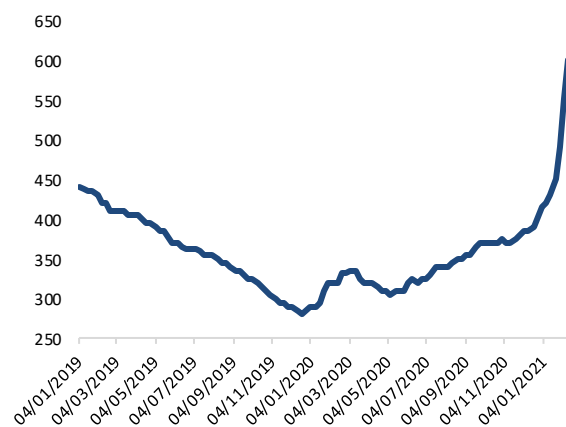
Nguồn: BSC tổng hợp

**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

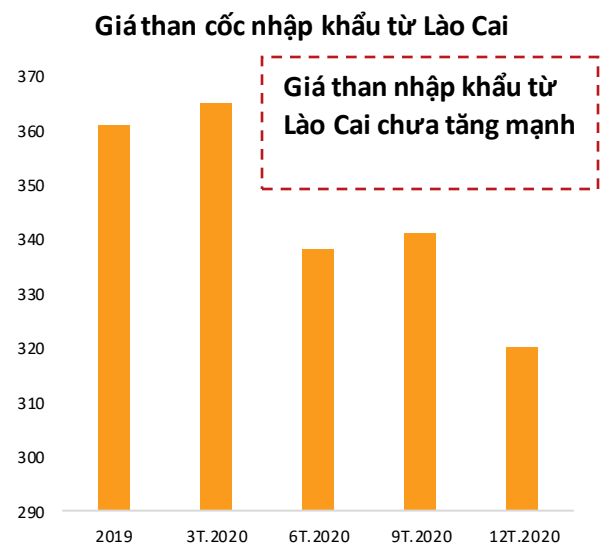
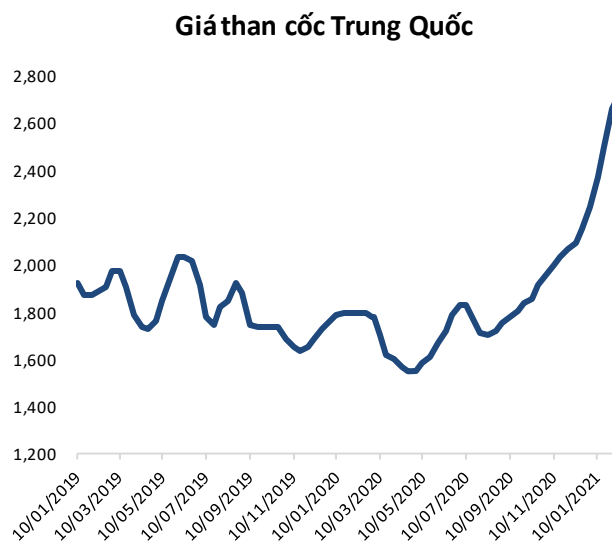
BSC đánh giá rằng rủi ro liên quan đến chính sách thuế là (i) rủi ro lớn và ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của Tập đoàn và (ii) rất khó để dự đoán được rủi ro này trong tương lai. Trong quá khứ, tỉnh Lào Cai đã từng đề xuất tăng thuế xuất khẩu Phốt pho vàng từ 5% lên 20% (đề xuất không được 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        |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>5,091</b> | <b>6,236</b> | <b>7,144</b> | <b>7,053</b> |
| <i>Tăng trưởng</i>     | -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 thông) của DGC**

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

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) (iii) 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           |
| <b>Giá trị hợp lý</b> | <b>71,900</b> | <b>67,800</b> | <b>76,900</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                     | 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   |       |       |
| <b>Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)</b> | <b>71,190</b> |       |       |

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

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

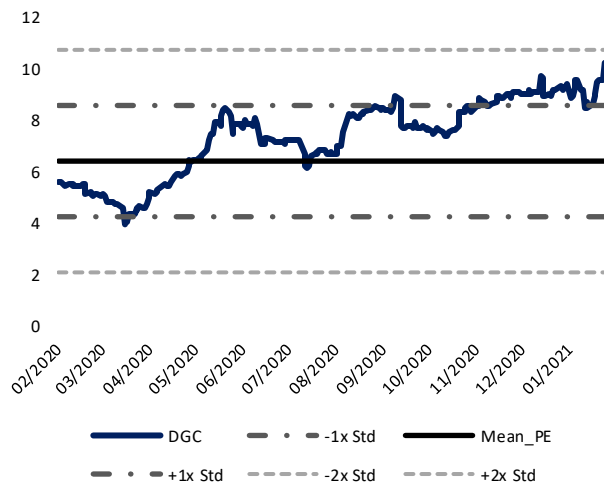
|                     |         |
|---------------------|---------|
| Diện tích           | 54 ha   |
| Số căn chung cư     | 831     |
| Số căn shophouse    | 53      |
| Thời gian khởi công | Q4/2021 |

**Tiến độ bàn giao dự án**

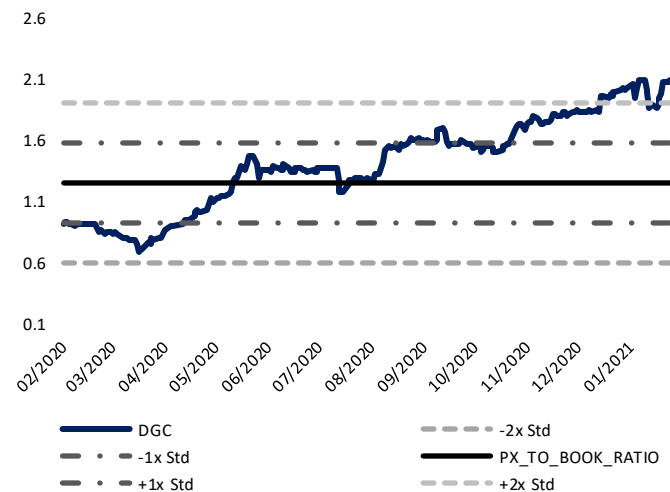
|                            | 2021F      | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|----------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| Dòng tiền thu về           |            | 494   | 881   | 589   | 165   |
| Dòng tiền chi ra           | -141       | -705  | -423  | -141  |     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

| 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%  |          |               |

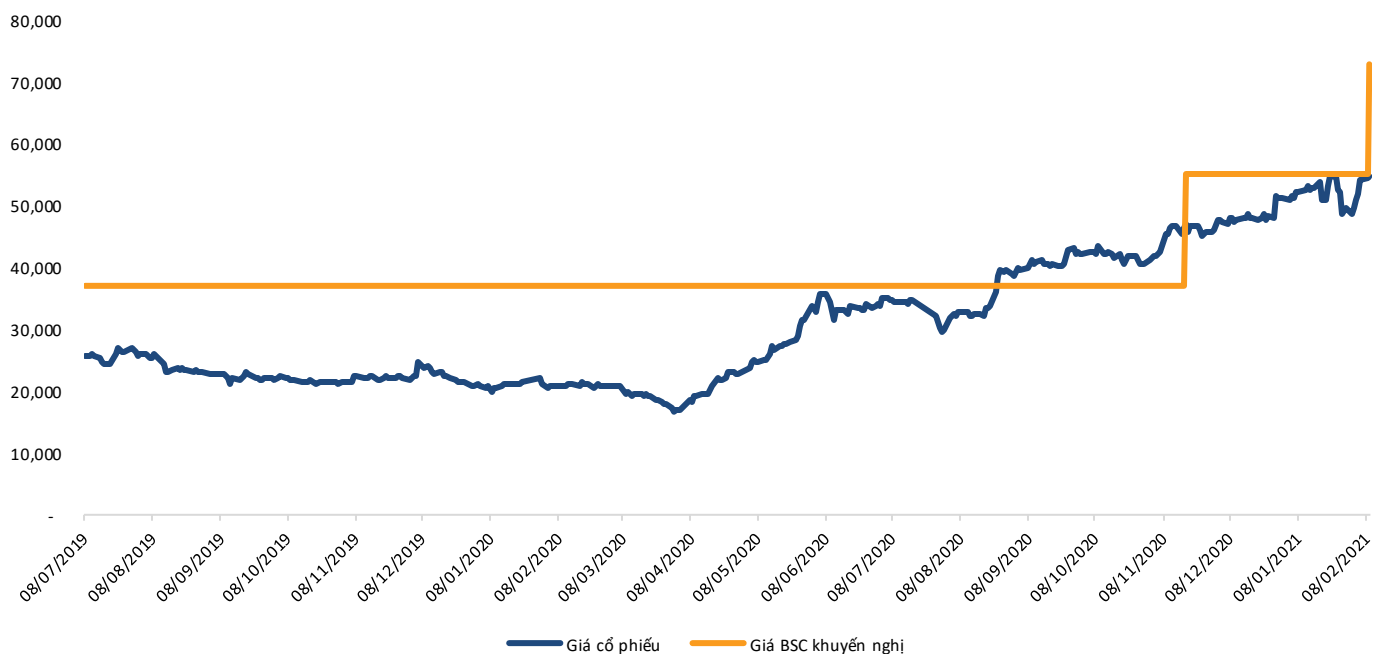
PE DGC



PB DGC



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ



## PHỤ LỤC

| KQKD(Tỷ đồng)        | 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         |
| <b>Lãi/lỗ HĐKD</b>   | <b>920</b> | <b>596</b> | <b>1,023</b> | <b>1,256</b> |
| 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 CTLĐ/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          |
| <b>LN sau thuế</b>   | <b>882</b> | <b>572</b> | <b>948</b>   | <b>1,198</b> |
| CĐTS                 | 1          | 5          | 41           | 0            |
| LNST - CĐTS          | 880        | 567        | 907          | 1,198        |
| EPS                  | 7,674      | 4,241      | 5,728        | 7,572        |

| CĐKT (Tỷ đồng)             | 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           |
| <b>TS ngắn hạn</b>         | <b>2,136</b> | <b>2,263</b> | <b>3,433</b> | <b>3,896</b> |
| 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          |
| <b>TS dài hạn</b>          | <b>2,594</b> | <b>2,459</b> | <b>2,441</b> | <b>3,021</b> |
| <b>Tổng TS</b>             | <b>4,730</b> | <b>4,722</b> | <b>5,874</b> | <b>6,917</b> |
| Vay ngắn hạn               | 1,133        | 735          | 1,149        | 1,535        |
| Nợ ngắn hạn khác           | 78           | 94           | 243          | 323          |
| <b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>    | <b>1,564</b> | <b>1,270</b> | <b>1,806</b> | <b>2,370</b> |
| Vay dài hạn                | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Nợ dài hạn khác            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tổng Nợ dài hạn</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>Tổng Nợ</b>             | <b>1,565</b> | <b>1,270</b> | <b>1,806</b> | <b>2,370</b> |
| 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          |
| <b>Tổng Vốn chủ sở hữu</b> | <b>3,165</b> | <b>3,452</b> | <b>4,067</b> | <b>4,547</b> |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>      | <b>4,730</b> | <b>4,722</b> | <b>5,874</b> | <b>6,917</b> |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành | 107          | 129          | 148          | 148          |

| 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    |

| Chỉ số(%)                  | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F |
|----------------------------|------|------|------|-------|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |      |      |      |       |
| Hsố TT ngắn hạn            | 1.4  | 1.8  | 2.1  | 1.6   |
| Hsố TT nhanh               | 0.8  | 1.1  | 1.5  | 1.3   |

|                   |     |     |     |     |
|-------------------|-----|-----|-----|-----|
| <b>Cơ cấu vốn</b> |     |     |     |     |
| Hsố Nợ/TTS        | 33% | 27% | 31% | 25% |
| Hsố Nợ/VCSH       | 49% | 37% | 44% | 34% |

|                           |    |     |    |    |
|---------------------------|----|-----|----|----|
| <b>Năng lực hoạt động</b> |    |     |    |    |
| 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 |

|                          |     |     |     |     |
|--------------------------|-----|-----|-----|-----|
| <b>Tỉ suất lợi nhuận</b> |     |     |     |     |
| Lợi nhuận gộp            | 23% | 20% | 24% | 25% |
| Lợi nhuận LNST           | 15% | 11% | 15% | 17% |
| ROE                      | 46% | 17% | 25% | 28% |
| ROA                      | 31% | 12% | 18% | 19% |

|                 |     |     |     |     |
|-----------------|-----|-----|-----|-----|
| <b>Định Giá</b> |     |     |     |     |
| PE              | 3.2 | 5.5 | 8.9 | 7.1 |
| PB              | 1.4 | 0.9 | 1.9 | 1.7 |

|                    |      |      |     |     |
|--------------------|------|------|-----|-----|
| <b>Tăng trưởng</b> |      |      |     |     |
| Tăng trưởng DTT    | 869% | -16% | 22% | 15% |
| Tăng trưởng EBIT   | 573% | -34% | 70% | 36% |
| Tăng trưởng LNNT   | 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>**

