

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

Khuyến nghị		CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (HSX: DGC) Cập nhật kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm			
Giá hiện tại:	96,500	Ngày viết báo cáo:	27/07/2021	Cơ cấu cổ đông	
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%
Tiềm năng tăng giá	19%	Sở hữu nước ngoài	6.06%		

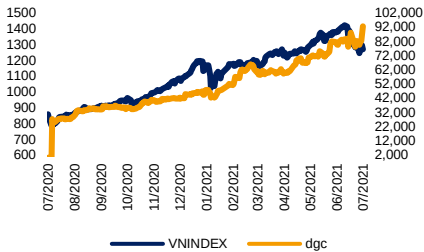
Chuyên viên phân tích ngành:

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

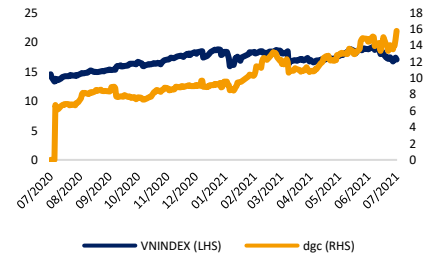
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức
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.

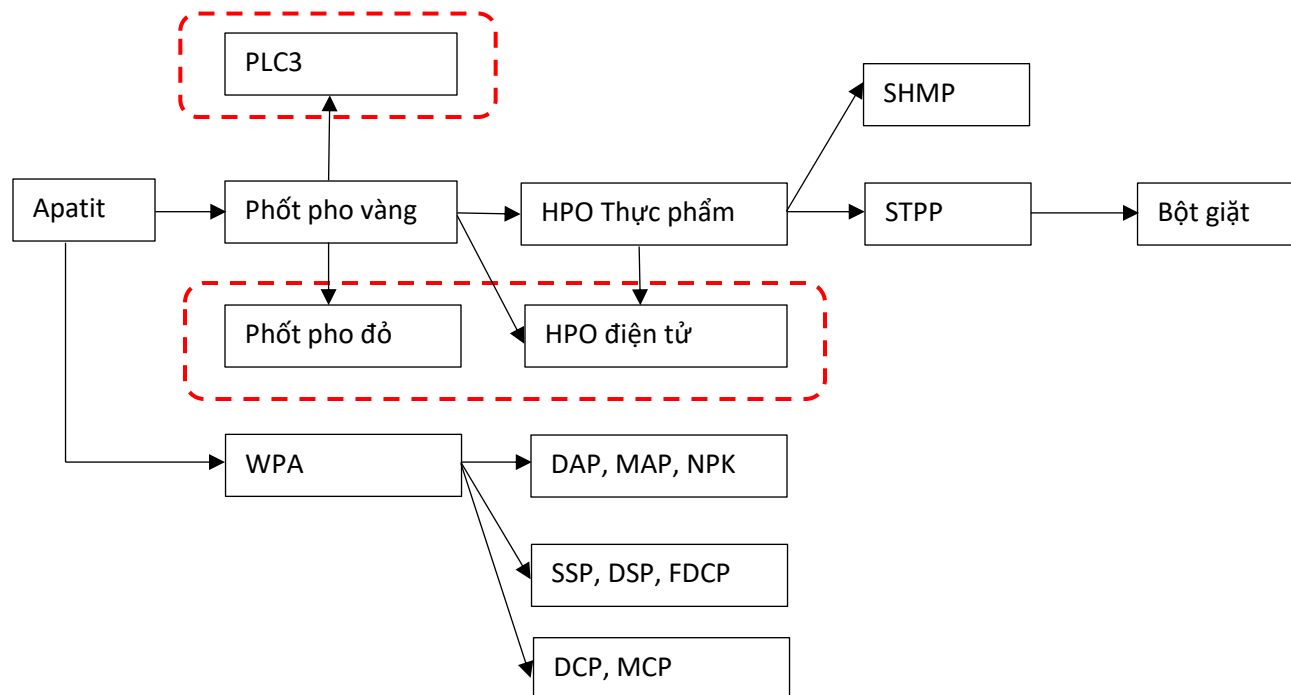
Rủi ro

- 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 (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

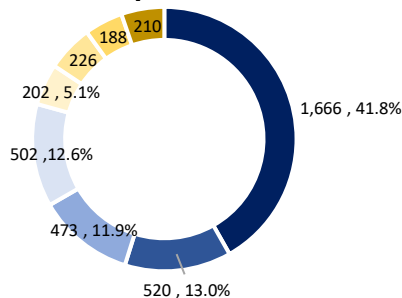
Nguồn: DGC

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).

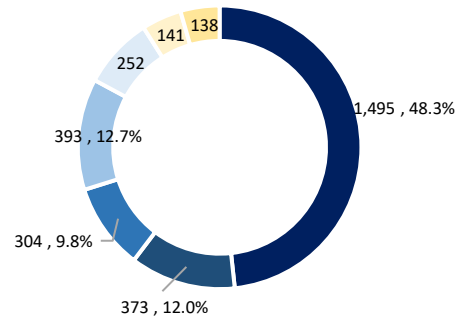
Biên lợi nhuận gộp quý 2 đạt 24.2%, giảm nhẹ so với biên gộp cùng kỳ năm trước là 24.3%. BSC cho rằng (i) Q2.20 được hưởng lợi nhờ hỗ trợ giá điện (Q3 – Q4 không được hỗ trợ) (ii) Có độ trễ giữa mức tăng giá bán của DGC và mức tăng của giá thế giới (iii) Việc sửa nhà máy WPA ảnh hưởng 1 phần đến hoạt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

Cơ cấu doanh thu 6T.2021 theo sản phẩm



■ Phốt pho vàng ■ WPA ■ H3PO4 ■ DAP ■ MAP ■ DCP ■ Phân lân các loại ■ Khác

Cơ cấu doanh thu 6T.2020 theo sản phẩm



■ Phốt pho vàng ■ WPA ■ H3PO4 ■ DAP ■ MAP ■ DCP ■ Phân lân các loại ■ Khác

Tỷ đồng	6T/21	6T/20	% YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	3,987	3,096	+28.7%	
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%	
Lợi nhuận gộp	925	742	24.6%	
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%	
LNST	625	469	33.3%	
Biên LNST	5.6%	2.3%		
EPS	3,327	2,811	18.3%	

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%
H3PO4	15,258	23,047	+51%	19.38	19.92	19.57	20.52	+3%
WPA	63,862	58,847	-8%	7.33	5.84	5.99	8.84	+51%
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

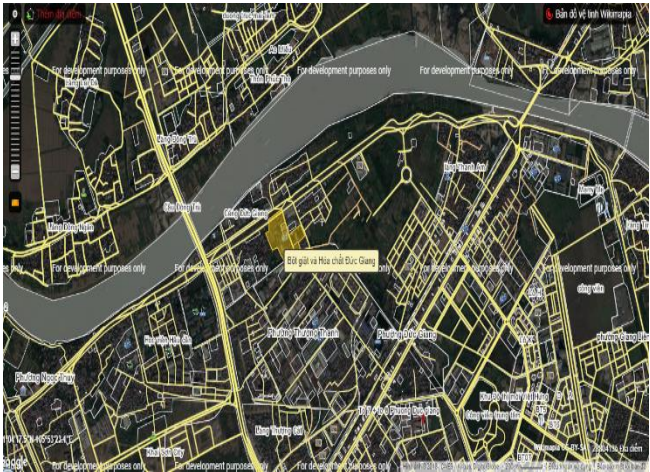
Cập nhật tiến độ các dự án đầu tư của DGC:

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	(Link)	Khởi công vào Q1.2021	Khởi công vào Q1.2022 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 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.

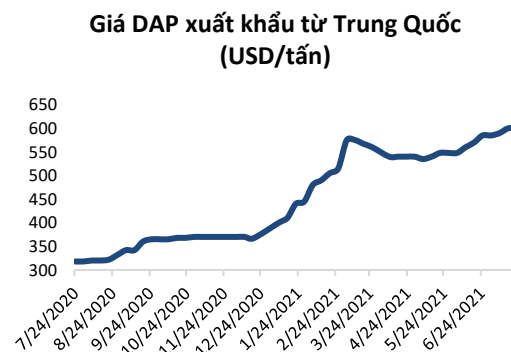
BSC kỳ vọng biên gộp 6 tháng cuối năm đạt 28% (so với 23% 6 tháng đầu năm 2021 và 24% 6 tháng cuối năm 2020)

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 Quý 1	Kế hoạch Quý 2	Kế hoạch Quý 3
Phốt pho vàng*	15,000	15,000	16,500
Axit HPO	9,000	10,500	
Axit WPA **	24,000	18,000	72,000
Phân bón MAP	27,000	20,000	6,000
Phân bón DAP	24,000	20,000	30,000
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;

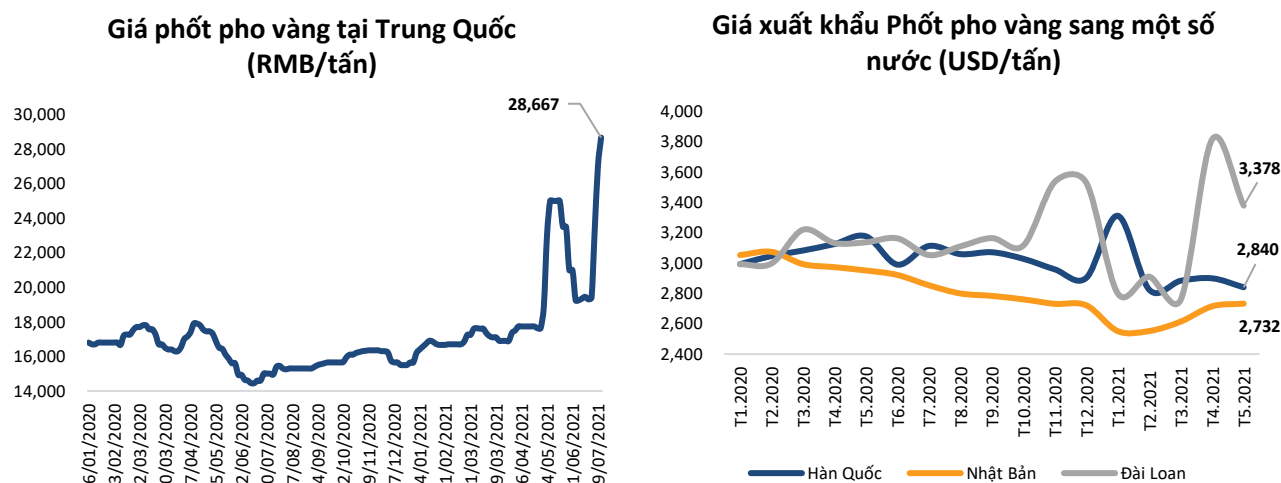
+ Giá P4 của DGC: ~2,500 USD/tấn, -4% YoY

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
Tỉnh Việt Nam xuất khẩu		
Lào Cai	141 (DGC chiếm 50% thị phần)	+19%
Các thị trường xuất khẩu		
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) Năm 2 đến năm 5: 670,000 tấn (Quặng I: 90,000 tấn, Quặng III: 580,000 tấn) Năm 6: 586,570 tấn (Quặng I: 81,880 tấn, Quặng III: 504,690 tấn)
Phần chi phí được giảm đi khi chuyển sang dùng quặng tự khai thác	Năm 1: 240 tỷ VND Năm 2 đến năm 5: 402 tỷ VND Năm 6: 352 tỷ VND

Nguồn: BSC ước tính

III. RỦI RO

(1) Rủi ro về chính sách thuế

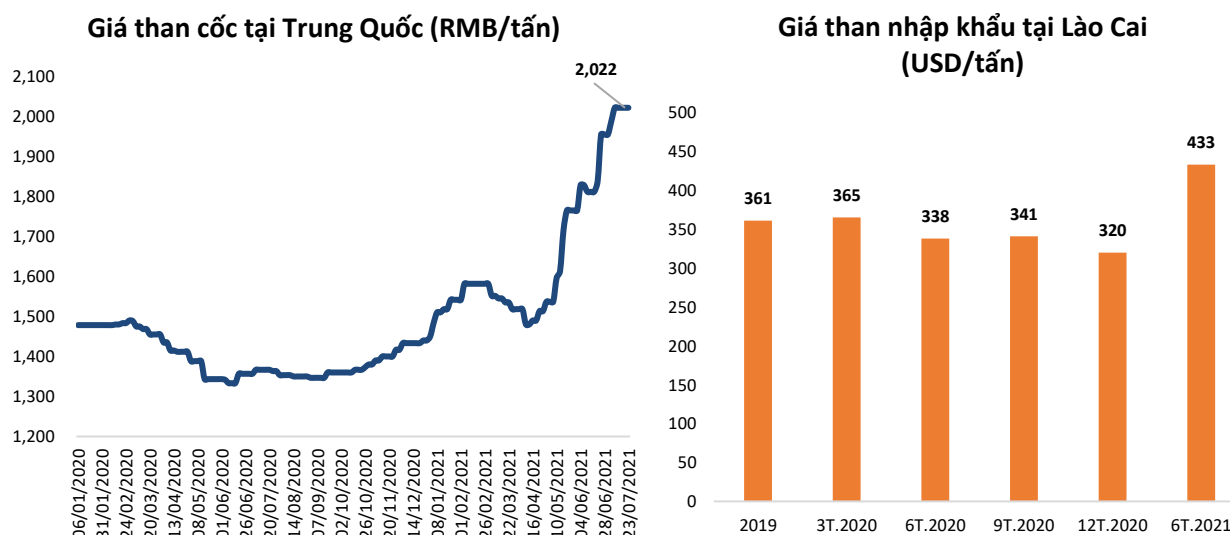
BSC đánh giá rằng rủi ro liên quan đến chính sách thuế là (i) rủi ro lớn và ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của Tập đoàn và (ii) rất khó để dự đoán được rủi ro này trong tương lai. Trong quá khứ, tỉnh Lào Cai đã từng đề xuất tăng thuế xuất khẩu Phốt pho vàng từ 5% lên 20% (đề xuất không được 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
Doanh thu thuần	5,091	6,236	8,231	8,176
<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
Doanh thu thuần	5,091	6,236	8,231	8,176
Giá vốn hàng bán	(4,084)	(4,757)	(6,011)	(5,953)
Lợi nhuận gộp	1,006	1,479	2,219	2,223
<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%
Lợi nhuận trước thuế	599	1,001	1,576	1,604
Lợi nhuận sau thuế	572	948	1,481	1,508
EPS	4,241	5,728	8,414	8,530

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
Giá trị hợp lý	105,200	106,600	113,200

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			
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	110,500			

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

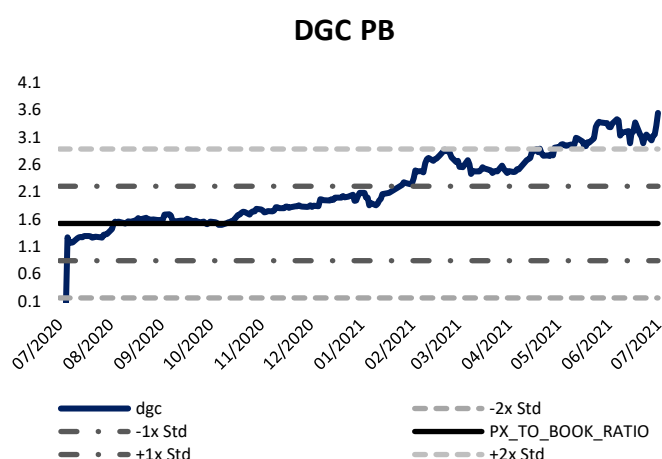
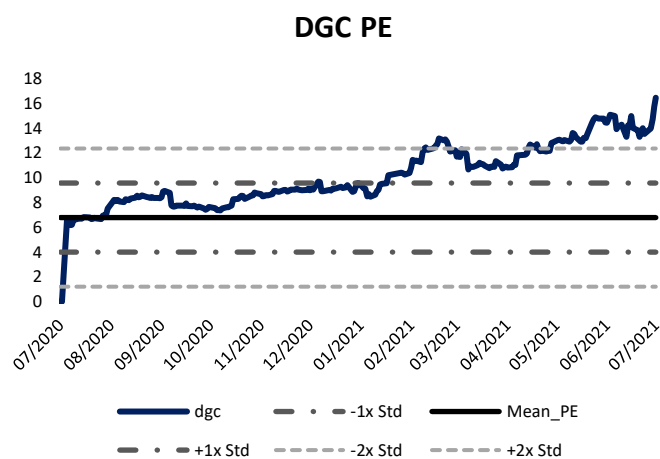
Tiến độ bàn giao dự án

	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

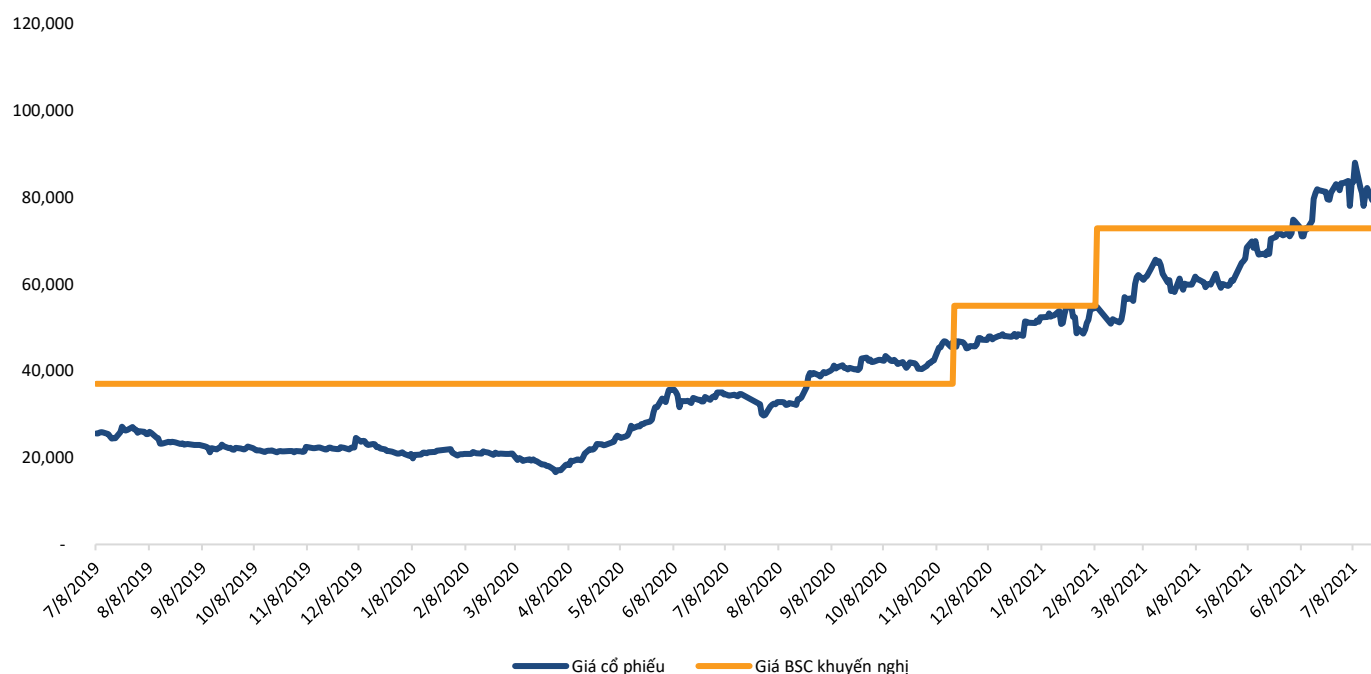
Giá trị hợp lý (tỷ)	352
Giá trị mỗi cổ phiếu	2,300

	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



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu thuần	6,062	5,091	6,236	8,231
Giá vốn hàng bán	-4,694	-4,084	-4,757	-6,011
Lợi nhuận gộp	1,368	1,006	1,479	2,219
Chi phí bán hàng	-341	-119	-378	-510
Chi phí QLDN	-92	-306	-115	-148
Lãi/lỗ HĐKD	920	596	1,023	1,570
Doanh thu tài chính	42	62	122	106
Chi phí tài chính	-56	-57	-85	-96
Chi phí lãi vay	-27	-28	-18	-20
Lợi nhuận từ CTLD/LK	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	-5	3	-22	0
Lợi nhuận trước thuế	916	599	1,001	1,576
Thuế thu nhập DN	-34	-27	-53	-94
LN sau thuế	882	572	948	1,481
CĐTS	1	5	41	64
LNST - CĐTS	880	567	907	1,417
EPS	7,674	4,241	5,728	8,414

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
TS ngắn hạn	2,136	2,263	3,433	3,896
TS hữu hình	2,327	2,303	2,136	2,803
Khấu hao	212	258	268	320
TS dở dang dài hạn	178	52	179	287
ĐT dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	89	104	126	259
TS dài hạn	2,594	2,459	2,441	3,021
Tổng TS	4,730	4,722	5,874	6,917
Vay ngắn hạn	1,133	735	1,149	1,535
Nợ ngắn hạn khác	78	94	243	323
Tổng Nợ ngắn hạn	1,564	1,270	1,806	2,370
Vay dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng Nợ dài hạn	0	0	0	0
Tổng Nợ	1,565	1,270	1,806	2,370
Vốn góp	1,078	1,293	1,488	1,488
Thặng dư vốn cổ phần	1,787	1,787	1,787	1,787
LN chưa phân phối	914	836	1,126	1,561
Vốn chủ khác	-1,114	-1,114	-1,114	-1,114
Cổ đông thiểu số	123	128	170	200
Tổng Vốn chủ sở hữu	3,165	3,452	4,067	4,547
Tổng nguồn vốn	4,730	4,722	5,874	6,917
Số lượng cổ phiếu lưu hành	107	129	148	148

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
(Lỗ)/LNST	907	599	1,001	1,198
Khấu hao và phân bổ	212	258	268	388
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	-668
Đầu tư khác	-245	-367	-856	-950
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
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.4	1.8	2.1	1.6
Hố TT nhanh	0.8	1.1	1.5	1.3

Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	33%	27%	31%	25%
Hố Nợ/VCSH	49%	37%	44%	34%

Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	32	72	58	53
Số ngày phải thu	26	46	43	40
Số ngày phải trả	11	15	8	7
CCC	47	102	93	86

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	23%	20%	24%	27%
Lợi nhuận LNST	15%	11%	15%	18%
ROE	46%	17%	25%	34%
ROA	31%	12%	18%	26%

Định Giá				
PE	3.2	5.5	8.9	10.9
PB	1.4	0.9	1.9	2.1

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	869%	-16%	22%	32%
Tăng trưởng EBIT	573%	-34%	70%	57%
Tăng trưởng LNST	553%	-35%	67%	57%
Tăng trưởng LNST	587%	-35%	66%	56%

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/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

