

DGC – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

(Ngày 23 Tháng 02 Năm 2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	59,800
KLGD TB 10 phiên	934,030
Vốn hoá (tỷ đồng)	8,747.44
Số lượng CPLH	148,766,070

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Ngô Duy Tài
ndtai@vcbs.com.vn
(+84) 1645 406 727

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

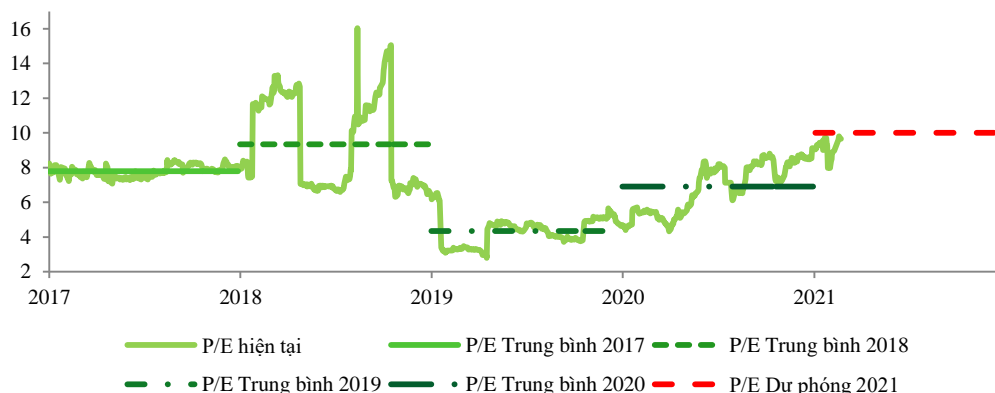
DGC - “ĐỨNG TRÊN VAI NGƯỜI KHỔNG LỒ”

➢ **Đầu tư vào khoa học công nghệ là yếu tố quyết định trong phát triển của ngành hóa chất.**

Nếu trong năm 2019, việc cạnh tranh về giá từ các quốc gia xuất khẩu Phot pho vàng có chi phí vốn thấp như Afghanistan làm ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thì với những đầu tư lớn vào nghiên cứu phát triển Khoa học – Công nghệ trong giai đoạn 2020 - 2025, VCBS đánh giá DGC hiện đang tạo ra những sản phẩm có những lợi thế cạnh tranh vượt trội trên thị trường trong và ngoài nước.

➢ **Hệ số định giá P/E chưa tương xứng với những thay đổi và phát triển của doanh nghiệp.**

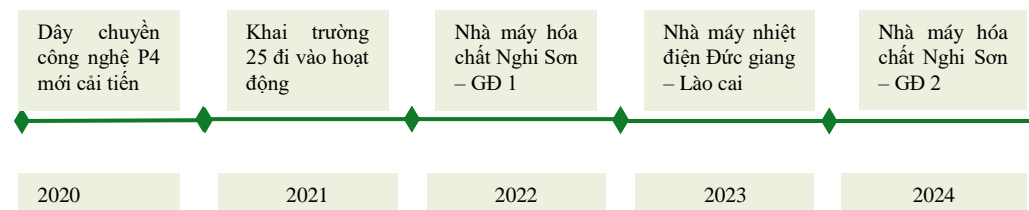
Lịch sử định giá của doanh nghiệp



Tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp trong giai đoạn 5 năm trước khi tái cấu trúc (2013 – 2018) là **CAGR = 8%** cùng với những biến động lớn trong lợi nhuận hàng năm, hệ số định giá P/E cho doanh nghiệp trong giai đoạn này ổn định ở mức 8 lần.

Trong khi đó VCBS ước tính tốc độ tăng trưởng trung bình của DGC trong giai đoạn 2020 – 2025 sẽ là **CAGR = 25%**.

Động lực tăng trưởng 2020 – 2025



Rõ ràng, VCBS cho rằng với mức tăng trưởng lợi nhuận 25% mỗi năm thì mức định giá P/E hiện tại là 9 lần (P/E 2020 = 7 lần) vẫn còn rất thấp so với mặt bằng định giá chung của các doanh nghiệp tăng trưởng.

➢ **Khuyến nghị: VCBS đánh giá DGC là một trong những doanh nghiệp tăng trưởng triển vọng nhất trong ngành hóa chất Việt Nam, đặc biệt trong giai đoạn 2020 – 2025. VCBS dự phóng doanh thu và lợi nhuận của DGC trong năm 2021 đạt 7,066 tỷ đồng (+13.3% YoY) và 1,199 tỷ đồng (+26.4% YoY). VCBS khuyến nghị MUA đối với mã cổ phiếu DGC cho năm 2021 với mức giá hợp lý tại 82,440 đồng/cp.**

KẾT QUẢ KINH DOANH 2020

Cập nhật KQKD 2020 Trong 4Q.2020, DGC ghi nhận 1,584 tỷ đồng (+9% yoy) doanh thu và 243.1 tỷ đồng (+40% yoy) lợi nhuận sau thuế. Lũy kế cả năm 2020, DGC đạt 6,236 tỷ đồng (+23% yoy) doanh thu và 948 tỷ đồng (+66% yoy) lợi nhuận sau thuế.

Kết quả kinh doanh 2020 - DGC

Tiêu chí	So Sánh			Lý do
	VCBS	DGC	+/- (%)	
Doanh thu	6,121	6,236	+2%	Giá P4 hồi phục mạnh sau dịch, đặc biệt là Q4.2020 do nhu cầu phân bón tại Ấn độ tăng mạnh.
GVHB	(4,700)	(4,757)	-	-
Lợi nhuận gộp	1,422	1,479	+4%	Giá điện cả năm vẫn ở mức thấp nhờ tình hình thủy văn thuận lợi những tháng cuối năm giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.
Chi phí bán hàng	(355)	(378)	+6%	-
Chi phí QLDN	(104)	(115)	+10.5%	Nhờ kết quả kinh doanh thuận lợi, chi phí quản lý doanh nghiệp đặc biệt là chi phí lương – thưởng của doanh nghiệp có cải thiện hơn so với VCBS dự phóng.
EBIT	963	986	+2.3%	
Doanh thu tài chính	47	122	+359%	Dòng tiền từ HĐKD tăng trưởng mạnh giúp doanh nghiệp gia tăng tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn.
Chi phí tài chính	(14)	(85)	+607%	DGC gia tăng vay nợ để tài trợ đầu tư dự án Nhà máy hóa chất Nghi Sơn thay cho phương án phát hành tăng vốn nhờ cấu trúc tài sản – nguồn vốn cải thiện tốt trong năm 2020.
LNTT	996	1,001	+0.5%	-
Chi phí thuế TNDN	(46)	(53)	-	-
LNST	950	948	-0.1%	-

Nguồn: VCBS tổng hợp

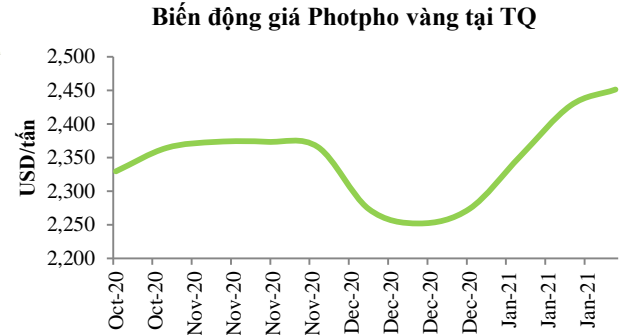
TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2021

Triển vọng bán hàng và các sản phẩm đầu ra năm 2021

❖ Phốt pho vàng

Trung Quốc đang dần chuyển từ nước xuất khẩu, sang nhập khẩu Phốt pho bởi nhiều nhà máy phía nam phải đóng cửa do không đáp ứng được tiêu chuẩn môi trường, theo đó nguồn cung xuất khẩu Phốt pho đang dần thu hẹp lại.

Giá Phốt pho vàng đã tăng 7% YTD từ tính từ đầu năm 2021 quanh mức giá 2400 USD/tấn so với 2200 USD/tấn trong năm 2020.



Nguồn: DGC, VCBS

Cũng tương tự giá các hàng hóa cơ bản khác, hầu hết giá các mặt hàng cơ bản đặc biệt là các loại hàng hóa khoáng sản tự nhiên đều tăng giá liên tục sau đại dịch. Nguyên nhân là do: (1) Sự hồi phục của nền kinh tế dẫn tới nhu cầu tăng cao, trong khi tồn kho thấp do ảnh hưởng từ việc gián đoạn ngành vận tải toàn cầu của dịch COVID – 19; (2) Xu hướng nói lỏng định lượng vẫn đang tiếp diễn trên hầu hết các nền kinh tế phát triển, dẫn đầu là Mỹ và EU, ảnh hưởng của xu hướng điều hành kinh tế này sẽ tạo ra xu hướng tăng giá các loại sản phẩm hàng hóa trong ngắn – trung hạn.

VCBS đánh giá, việc khai trường 25 đi vào khai thác sẽ là công cụ giúp DGC dễ dàng hơn trong việc quản trị lợi nhuận khi giá Phốt pho vàng trên thị trường thế giới bị biến động mạnh. DGC sẽ ưu tiên sử dụng quặng Apatit từ Vinachem khi thị trường giá Phốt pho vàng thế giới thuận lợi. Ngược lại, DGC sẽ ưu tiên sử dụng quặng Apatit từ Khai trường 25 nếu giá Phốt pho vàng sụt giảm để đảm bảo lợi nhuận.

Ngoài ra, DGC áp dụng các biện pháp tận thu nguồn Phốt pho vàng hao hụt trong sản xuất từ các bể chất thải. Công ty ước tính, việc nạo vét bùn thải hồ chứa có thể tận thu được 500 tấn Phốt pho vàng/tháng – tương đương 10% sản lượng sản xuất và tiêu thụ hiện tại của DGC. Chi phí cho việc nạo vét bể chất thải thấp hơn so với giá vốn, sẽ giúp cho công ty gia tăng được biên lợi nhuận thuần hoạt động cho mảng Phốt pho – vàng.

Cho cả năm 2021, VCBS ước tính tăng trưởng doanh thu mảng Phốt pho – vàng sẽ ở mức 15 – 20 % tùy vào diễn biến của thị trường Phốt pho vàng thế giới.

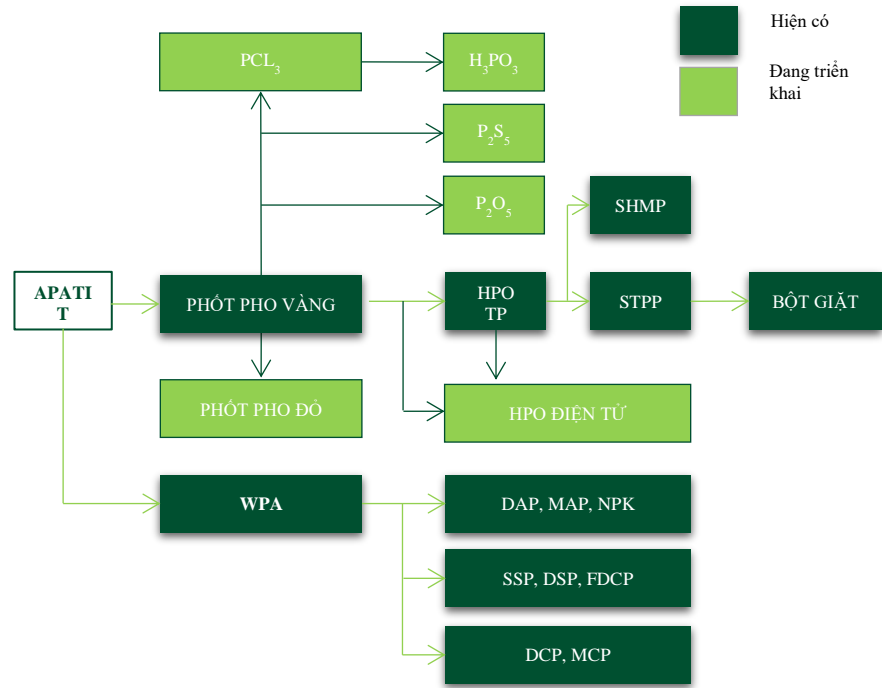
❖ **Axit Photphoric trích ly (WPA)**

DGC thành công trong việc gia tăng hàm lượng axit WPA từ 49% lên 52% phù hợp với nhu cầu tiêu thụ của lượng lớn khách hàng tại thị trường Indonesia, do đó sản lượng kinh doanh mặt hàng này được VCBS dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong 2021 ở mức 15%.

Ngoài ra, do tình trạng vận tải toàn cầu bị ảnh hưởng do tình trạng thiếu container làm ảnh hưởng đến thời gian vận chuyển các đơn hàng. Trong Q4.2020, một lượng tài vận chuyển axit phải cập bến vào T1.2021 dẫn đến một phần doanh thu từ mảng axit WPA trong Q4.2020 được chuyển sang ghi nhận trong Q1.2021.

❖ **Axit Photphoric điện tử (HPO)**

Axit photphoric điện tử là phân đoạn tiếp theo trong chuỗi giá trị của quặng Apatit và Phốt pho vàng. Cuộc cách mạng số và cuộc chạy đua về công nghệ 5G đang khiến nhu cầu về chất bán dẫn tăng cao cũng như Axi HPO tốt. Cập nhật thông tin về dây chuyền sản xuất Axit HPO mới của doanh nghiệp, dự kiến dây chuyền sản xuất với công suất thiết kế 30,000 tấn/năm sẽ được đưa vào vận hành từ tháng 08/2021, nâng tổng công suất vận hành sản xuất lên mức 60,000 tấn/năm. VCBS dự phóng, dây chuyền sản xuất HPO tăng thêm sẽ vận hành tối đa công suất ngay trong 2021 do đơn hàng đã được DGC ký kết với các đối tác Hàn Quốc cung cấp trong dài hạn.



Nguồn: DGC, VCBS tổng hợp

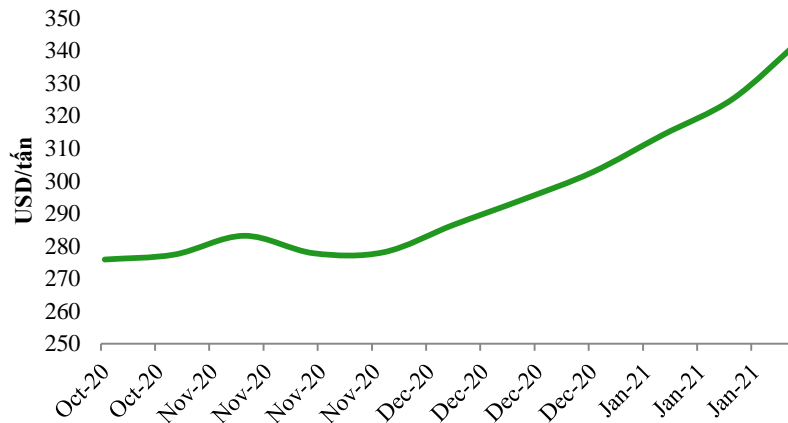
VCBS đánh giá dự địa để mở rộng dây chuyền sản xuất HPO là vẫn còn rất nhiều, việc tăng chuỗi giá trị trong ngành hóa chất là cần thiết để tối đa hóa lợi nhuận tăng thêm từ NVL đầu vào là quặng Apatit.

Quản lý chi phí nguyên vật liệu đầu vào năm 2021

❖ **Giá than**

Bắt đầu từ Q4.2020, giá than cốc bắt đầu tăng mạnh trở lại khi nhu cầu tại thị trường Trung Quốc hồi phục. Ngoài ra do các nguyên liệu khác trong quá trình luyện quặng sắt cũng tăng mạnh dẫn đến giá than tăng tương ứng. Tuy nhiên, nhờ đầu tư vào việc nghiên cứu và phát triển công nghệ, DGC hiện đã thành công trong việc sử dụng than bột thay cho than cốc trong việc sản xuất axit trích ly. **VCBS ước tính chi phí than cho việc sản xuất axit trích ly sẽ giảm 20% sau khi DGC áp dụng công nghệ này.**

Biến động giá than cốc



Nguồn: VCBS tổng hợp

❖ Quặng Apatit

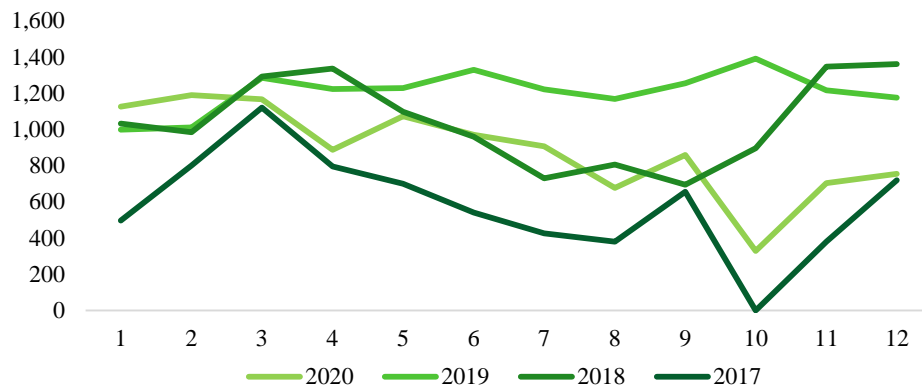
Cập nhật tiến độ dự án Khai trường 25 khai thác apatit (nguyên liệu chính sản xuất P4 và WPA) đã được phê duyệt, trong đó tiến độ giải phóng mặt bằng tính đến giữa tháng 1 là 80%. VCBS dự tính đến cuối Q1.2020, dự án Khai trường 25 sẽ được đưa vào khai thác. Với trữ lượng quặng đạt 505k tấn loại 1 và 3,27 triệu tấn loại 2&3 sẽ đáp ứng 1/3 sản lượng đầu vào của công ty trong 5 năm tiếp theo.

Nhờ vào dự án khai trường 25 mà DGC có thể điều tiết chi phí nguyên vật liệu đầu vào trong hoạt động kinh doanh. VCBS ước tính chi phí khai thác quặng tại khai trường 25 thấp hơn 50% so với chi phí mua quặng từ bên ngoài. **Tổng lợi nhuận cho dự án này theo VCBS ước tính là hơn 300 tỷ đồng trong 5 năm – tương đương 60 tỷ đồng/năm.**

❖ Giá điện

Chi phí điện chiếm 70% trong quá trình sản xuất Phốt pho vàng của DGC. Năm 2020 được xem là một năm hạ nhiệt của thị trường điện do ảnh hưởng của dịch COVID 19 dẫn đến tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện giảm mạnh, tương đương giá điện trên thị trường cũng không có sự đột biến như trong năm 2018. VCBS đánh giá tác động của giá điện lên hoạt động kinh doanh của DGC trong ngắn và dài hạn.

Giá điện trung bình trên thị trường huy động



Nguồn: EVN GENCO 3

Ngắn hạn: 6 tháng đầu năm 2020, giá điện tăng cao do ảnh hưởng của thời tiết cực đoan El Nino từ năm 2019 dẫn đến mực nước tại các hồ chứa thủy điện giảm xuống. Cho năm 2021, VCBS dự báo đây là một năm bùng nổ nguồn cung sản xuất điện, do một loạt các dự án điện năng lượng tái tạo được triển khai từ cuối năm 2019 và đầu năm 2020 đã bắt đầu nối lưới. Cùng với đó là hiện tượng thời tiết La Nina trở lại góp phần gia tăng sản lượng điện của các nhà máy thủy điện. Ngoài ra, xét trên tình hình kinh tế vĩ mô hiện tại, chính phủ đang áp dụng chính sách nới lỏng tài khóa với mặt bằng lãi suất thấp cùng đầu tư công tăng cao để kích thích tăng trưởng kinh tế hồi phục sau COVID. Việc chính phủ kiểm chế lạm phát sau khi nới lỏng tài khóa là rất quan trọng để ổn định kinh tế vĩ mô. **Do đó, VCBS đánh giá rủi ro gia tăng giá điện trong năm 2021 là rất thấp.**

Dài hạn: Giá điện bán lẻ bình quân tại Việt Nam hiện tại đang thuộc nhóm thấp so với mặt bằng chung của thế giới. Cụ thể giá điện của Việt Nam hiện tại là 0.08USD/kwh chỉ bằng ½ giá điện bình quân thế giới. VCBS nhận thấy cơ sở giá điện thấp được chính phủ xây dựng dựa trên việc phát điện của các nhà máy điện khí với mức chi phí rẻ. Hiện tại, với sự sụt giảm nhanh của các mỏ khí cũ trong nước, việc tăng chi phí đầu vào do thay đổi nguồn nguyên liệu thay thế như LNG hoặc các mỏ dầu khí mới có sự tham gia của các NĐT nước ngoài với chi phí khai thác cao sẽ đẩy giá bán của các nhà máy điện trong tương lai.

Do đó, VCBS nhận thấy chiến lược phát triển 2 nhà máy điện Đức Giang – Lào Cai của DGC sẽ giải quyết toàn bộ rủi ro về chi phí giá điện trong dài hạn.

Cập nhật thông tin dự án BĐS

VCBS ước tính lại lợi nhuận từ dự án BĐS Chung cư Đức Giang tại Hà Nội dựa trên biến động giá bất động sản tại các khu vực liền kề.

Cập Nhật Thông Tin Dự án



- Tổng mức đầu tư: 2.000 tỷ đồng
- Tổng diện tích xây dựng: 54.312 m2, bao gồm 51 căn liền kề và 3 tòa nhà ở cao tầng
- Địa chỉ: Trụ sở nhà máy Đức Giang, Long Biên, Hà
- Kế hoạch xây dựng:
- Đã hoàn thành bản vẽ quy hoạch tổng thể mặt bằng từ tháng
- **Đã xin được quy hoạch 1/500 – Q4.2020**
- **Dự kiến khởi công Q4.2021**

	ƯỚC TÍNH CŨ 2020	ƯỚC TÍNH MỚI 2021
<ul style="list-style-type: none"> • GIÁ BÁN 		
- Chung cư	18 -20 triệu/m2	25-27 triệu/m2
- Nhà liền kề	50 triệu/m2	70 triệu/m2
<ul style="list-style-type: none"> • LỢI NHUẬN 	200 Tỷ VND	270 tỷ VND

Nguồn: VCBS ước tính

Dự kiến dự án sẽ được khởi công và ghi nhận từ Quý IV.2021. VCBS sẽ tiếp tục cập nhật lợi nhuận dự kiến từ dự án theo giá thị trường trong các báo cáo cập nhật tiếp theo.

DỰ PHÓNG

Giá định – Định giá

VCBS sử dụng 2 phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và so sánh (P/E) trong việc định giá DGC.

Giá định: VCSB đưa ra định giá DGC dựa trên 2 kịch bản chính của giá P4. Tùy vào diễn biến giá P4 mà sản lượng và giá bán các sản phẩm trong chuỗi có sự thay đổi tương ứng

Bảng: Định giá theo kịch bản

GIÁ ĐỊNH	KỊCH BẢN TIÊU CỰC	KỊCH BẢN CƠ SỞ	KỊCH BẢN TÍCH CỰC
- Giá P4 (USD/tấn)	2,650	2,850	3,050
- Giá WPA	285	316	350
- Giá Apatit đầu vào	890,000	1,000,000	1,150,000
KẾT QUẢ KINH DOANH			
- Doanh thu	6,752	7,066	7,390
- Lợi nhuận sau thuế	1,075	1,199	1,425
- Cổ tức	30%	30%	35%
ĐỊNH GIÁ			
- DCF	70,117	84,229	96,624
- P/E	68,650	80,650	91,020
GIÁ MỤC TIÊU	69,383	82,440	93,822
- Upside %	+16%	+38%	+54%

Nguồn: VCBS

Dựa trên kịch bản cơ sở, VCBS dự phóng doanh thu và lợi nhuận của DGC trong năm 2021 đạt 7,066 tỷ đồng

(+13.3% YoY) và 1,199 tỷ đồng (+26.4% YoY).

Bảng: Dự phóng

Kết quả kinh doanh	2019	2020	2021E	2022F
Doanh thu thuần	5,091	6,236	7,066	8,417
- Giá vốn hàng bán	4,084	4,757	5,279	6,297
Lợi nhuận gộp	1,006	1,479	1,757	2,054
- Chi phí bán hàng	314	378	360	429
- Chi phí quản lý DN	101	115	120	143
Lợi nhuận thuần HĐKD	592	1,023	1,277	1,482
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-15	4	-7	-13
- Lợi nhuận khác	-20	-8	-45	-47
EBIT	627	1,019	1,329	1,542
- Chi phí lãi vay	28	18	5	5
Lợi nhuận trước thuế	599	1,001	1,324	1,537
- Thuế TNDN	28	53	61	71
LNST	572	948	1,263	1,466
LNST CT Mẹ	566	906	1,199	1,392

Nguồn: VCBS

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

MUA VCBS đánh giá DGC là một trong những doanh nghiệp tăng trưởng triển vọng nhất trong ngành hóa chất Việt Nam, đặc biệt trong giai đoạn 2020 – 2025. Sau giai đoạn tái cơ cấu và đầu tư đúng đắn vào khoa học công nghệ, DGC đang đứng trước cơ hội trở thành công ty hóa chất hàng đầu Việt Nam. **VCBS khuyến nghị MUA đối với mã cổ phiếu DGC cho năm 2021 với mức giá hợp lý tại 82,440 đồng/cp.**

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Ngô Duy Tài

Trưởng nhóm Phân tích Ngành – Doanh nghiệp

ndtai@vcbs.com.vn