

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

(HOSE: DGC)

2021-22: Lợi nhuận tăng tốc

MUA
(Báo cáo lần đầu)
GIÁ MỤC TIÊU: VND
63.700
(Upside: +32,0%)

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Nguyễn Tiến Đức, duc.nt@miraeeasset.com.vn

Khuyến nghị và định giá

- Chúng tôi **khuyến nghị Mua** với **cổ phiếu DGC** với **giá mục tiêu 63.700 đồng** trên cơ sở phương pháp định giá P/E (Hệ số 9,5x áp dụng trên EPS dự phóng 2021 là 6.710 đồng).

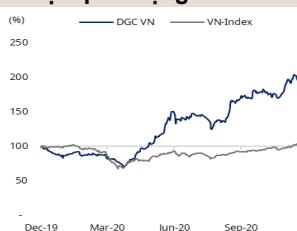
Quan điểm đầu tư

- Phốt pho là tài nguyên đặc biệt quan trọng trong nông nghiệp và công nghiệp, đặc biệt là một số ngành công nghiệp định hướng tương lai như công nghệ bán dẫn và pin năng lượng. Đây là nguồn tài nguyên hữu hạn, không thể phục hồi và không thể thay thế.
- DGC là một trong số ít các doanh nghiệp trên thế giới có thể sản xuất phốt pho vàng và các sản phẩm Axit Phosphoric, phân bón tổng hợp MAP, DAP đạt tiêu chuẩn xuất khẩu.
- DGC là doanh nghiệp hoạt động kinh doanh hiệu quả nhất trong số các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành Hóa chất – Phân bón niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Không chỉ vậy, **chúng tôi tin rằng DGC là doanh nghiệp có triển vọng kinh doanh tốt nhất trong nhóm này giai đoạn 2020-2023** nhờ sở hữu ưu thế về công nghệ và một loạt các dự án mở rộng sản xuất, chế biến sâu sản phẩm phốt pho và tiết kiệm chi phí sẽ đi vào hoạt động từ cuối 2020 đến 2022.

Dự phóng kết quả kinh doanh

- Năm 2020, doanh thu, lợi nhuận sau thuế (LNST) của DGC được dự phóng tăng trưởng lần lượt 21.6% và 59,2% so với cùng kỳ (CK) nhờ sản lượng quặng Apatit chế biến đầu vào tăng so với cùng kỳ. Đồng thời, giá quặng giảm 16% so với cùng kỳ (ảnh hưởng do COVID-19 thế giới) giúp biên lợi nhuận gộp tăng 3,8 điểm phần trăm lên 23,6%. Kết thúc 9T2020, DGC báo cáo DT và LNST lần lượt đạt 4,6 nghìn tỷ (+27,8% CK) và 670 tỷ đồng (+68.8% CK), tương ứng đạt 75,2% và 74,3% kết quả dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng 14,5% so với cùng kỳ lên 7.087 tỷ đồng và LNST của DGC sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh 17,7% lên 1.062 tỷ đồng.** Khả năng đẩy mạnh kết quả kinh doanh đến từ 4 dự án đi vào vận hành (Khai trường 25, phốt pho đỏ, Axit phosphoric điện tử, khu bắt động sản phức hợp tại phố Đức Giang). Biên lợi nhuận gộp cải thiện thêm 2,5 điểm phần trăm lên 26,1% do tự chủ được khoảng 30% quặng Apatit đầu vào. EPS dự phóng năm 2021 đạt 6.710 đồng.
- Giai đoạn 2022-23, chúng tôi tin rằng doanh thu và lợi nhuận của DGC tiếp tục thăng hoa nhờ hai dự án lớn là dự án nhà máy Xút – Clo Nghi sơn và nhà máy nhiệt điện 100MW đi vào hoạt động.

Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (07/12/2020, VND)	48,600	Vốn hoá (tỷ đồng)	7,230
Lợi nhuận sau thuế (21F, tỷ đồng)	1,062	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	149
Kỳ vọng thị trường (21F, tỷ đồng)	N/a	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	57.5
Tăng trưởng EPS (21F, %)	17.7	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	1.7
P/E hiện tại (TTM, x)	8.7	Beta (12M)	0.9
P/E Thị trường (x)	16.0	Giá thấp nhất 52 tuần	16,000
VN-Index	1,030	Giá cao nhất 52 tuần	49,500

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	14.6	20.3	105.6
Tương đối	4.9	4.6	99.0

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

	12/18	12/19	12/20F	12/21F
Năm tài chính (31/12)				
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	6,090	5,091	6,189	7,087
EBIT (Tỷ đồng)	939	592	958	1,274
Tăng trưởng EBIT	1760.7%	-37.0%	61.8%	33.0%
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	870	567	902	1,062
Tăng trưởng LNST	577.4%	-34.8%	59.2%	17.7%
EPS pha loãng (đồng) (*)	5,847	3,581	5,699	6,710
Tăng trưởng EPS pha loãng	577.4%	-38.8%	59.2%	17.7%
ROE%	27.6%	16.6%	22.4%	21.7%
ROA%	18.0%	11.8%	15.7%	14.4%
Cổ tức/mệnh giá (%)	20%	20%	20%	5%

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số

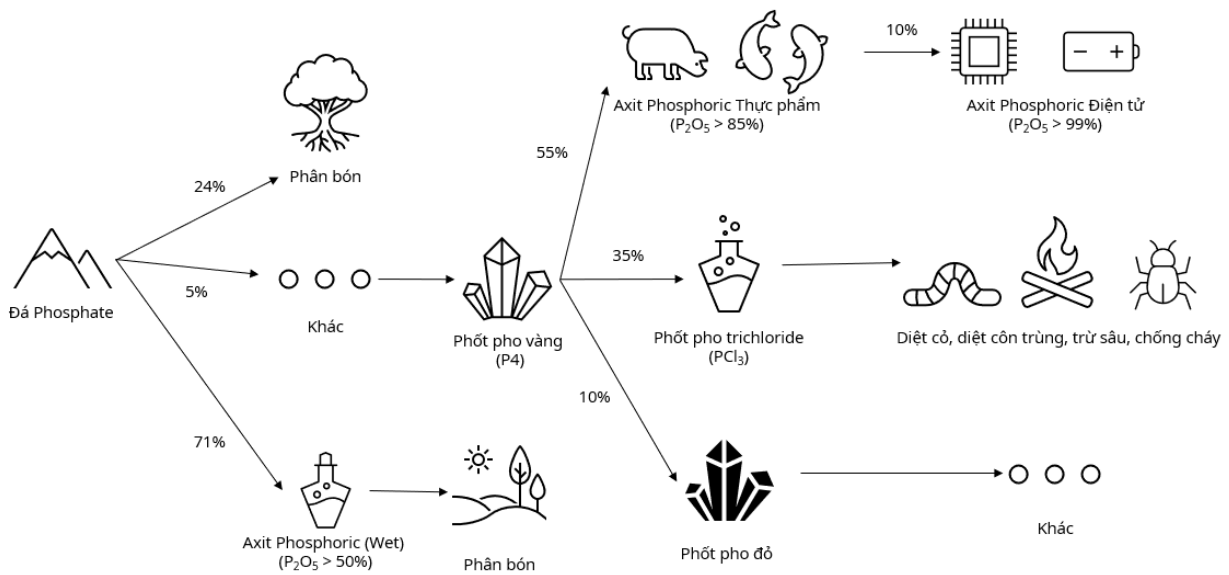
Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Lợi nhuận 2021 tăng mạnh khi tự chủ được một phần nguyên liệu đầu vào

DGC là một trong các nhà sản xuất phốt pho thượng nguồn lớn trên thế giới

Phốt pho là thành phần cơ bản của mọi dạng sống và là tài nguyên hữu hạn không thể phục hồi. Phốt pho được sử dụng trong quá trình tạo thành DNA, phân chia tế bào, tạo thành xương và răng của con người. Nó cũng là nguyên tố không thể thiếu trong nông nghiệp vì thực vật không thể sinh trưởng hoặc ra lá non nếu trong đất trồng thiếu phốt pho. Bên cạnh ứng dụng trong nông nghiệp và chăn nuôi, các sản phẩm của phốt pho cũng được sử dụng rộng rãi trong công nghiệp điện tử hiện đại như bán dẫn, màn hình LCD và pin sạc (Pin Lithium Sắt Phốt phát). Phốt pho là tài nguyên tự nhiên không thể tổng hợp bằng phương pháp nhân tạo, không thể thay thế và là tài nguyên hữu hạn không thể phục hồi. Năm 2019, thế giới tiêu thụ khoảng 47 triệu tấn P_2O_5 dưới dạng Axit Phosphoric, phân bón và các sản phẩm khác (theo United States Geological Survey - USGS 2020). Dự phóng đến 2023, nhu cầu P_2O_5 toàn thế giới sẽ tăng lên 50 triệu tấn. Trữ lượng ước tính của tất cả các mỏ đá phốt phát (nguồn khai thác phốt pho chủ yếu) năm 2019 khoảng 69 tỷ tấn và mỗi năm khai thác khoảng 240 triệu tấn.

Hình 1. Chuỗi giá trị của phốt pho: 71% đá phốt phát được sử dụng để sản xuất ra Axit phosphoric



Nguồn: HDIN Research

Việt Nam là nước xuất khẩu các sản phẩm phốt pho (HS CODE: 280470 – không bao gồm phân bón) lớn nhất thế giới. Theo thống kê của Liên hợp quốc, tổng giá trị xuất khẩu mặt hàng này của nước ta đạt 240 triệu USD với thị phần xuất khẩu 41,2% toàn cầu vào năm 2019. Nguồn khai thác phốt pho tại Việt Nam chủ yếu là quặng Apatit, duy nhất có ở khu vực tỉnh Lào Cai với trữ lượng khoảng 500 triệu tấn. Tuy nhiên, do giới hạn công nghệ tuyển quặng nên trữ lượng quặng có thể sử dụng để sản xuất Phốt pho thương mại chỉ khoảng 220 triệu tấn quặng loại I và III. Lưu ý, do phốt pho là tài nguyên hữu hạn và có vị thế quan trọng trong an ninh lương thực nên đa số các quốc gia chỉ khai thác phốt pho với mục đích tiêu thụ trong nước và hạn chế xuất khẩu. Trung Quốc từng đứng đầu thế giới về xuất khẩu các sản phẩm thượng nguồn của Phốt pho, song đã giảm từ 168.000 tấn năm 2004 xuống 3.000 tấn năm 2019. Trong chiều ngược lại, xuất khẩu mặt

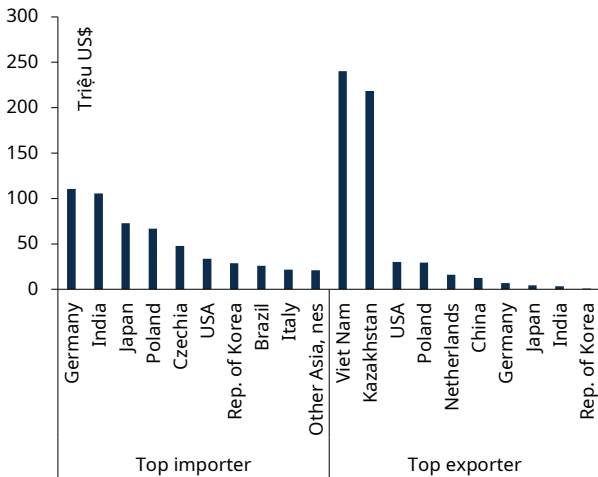
hàng này của Việt Nam tăng từ 40.000 tấn năm 2013 lên 80.000 tấn năm 2019. Với sản phẩm phốt pho vàng (P4), Việt Nam đứng thứ 4 thế giới về năng lực sản xuất, với tổng công suất khoảng 87 nghìn tấn tương đương 4,6% năng lực sản xuất toàn cầu (Theo HDIN Research 2018).

Hình 2. Việt nam đứng thứ 28 thế giới về trữ lượng quặng phốt phát (Chỉ tính quặng loại 1)

Quốc gia	Khai thác		Trữ lượng	Quốc gia	Khai thác		Trữ lượng
	2018	2019			2018	2019	
Thế giới	249,000	240,000	69,000,000	Russia	14,000	14,000	600,000
Australia	2,800	2,700	51,200,000	Kazakhstan	1,300	1,300	260,000
Morocco	34,800	36,000	50,000,000	Peru	3,900	3,700	210,000
China ⁶	120,000	110,000	3,200,000	Tunisia	3,340	3,000	100,000
Algeria	1,200	1,200	2,200,000	Uzbekistan	900	900	100,000
Syria	100	2,000	1,800,000	Israel	3,550	3,500	62,000
Brazil	5,740	5,300	1,700,000	Senegal	1,650	1,600	50,000
Saudi Arabia	6,090	6,200	1,400,000	India	1,600	1,600	46,000
South Africa	2,100	1,900	1,400,000	Mexico	1,540	1,500	30,000
Egypt	5,000	5,000	1,300,000	Togo	800	800	30,000
United States	25,800	23,000	1,000,000	Vietnam	3,300	5,500	30,000
Finland	989	1,000	1,000,000	Khác	970	1,000	770,000
Jordan	8,020	8,000	1,000,000				

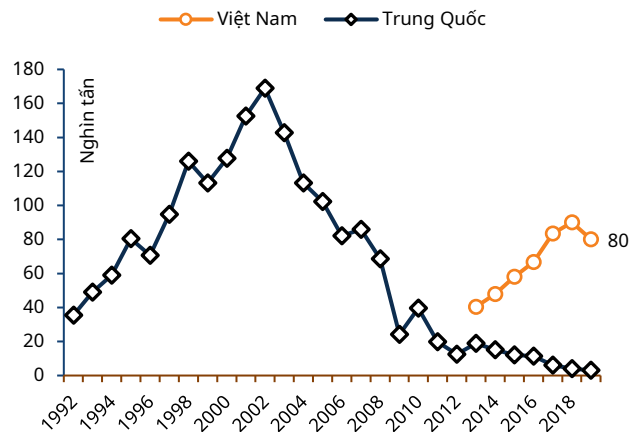
Đơn vị: Nghìn tấn
 Nguồn: USGS

Hình 3. Việt Nam đứng đầu thế giới về xuất khẩu các sản phẩm phốt pho năm 2019 (không bao gồm phân bón)



Nguồn: United Nation

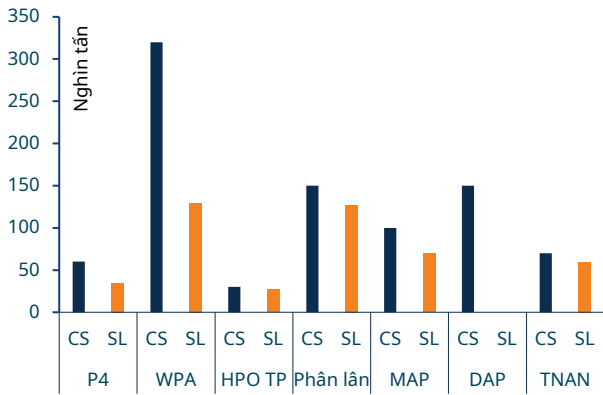
Hình 4. Trung quốc giảm xuất khẩu phốt pho (không bao gồm phân bón) từ năm 2004



Nguồn: United Nation

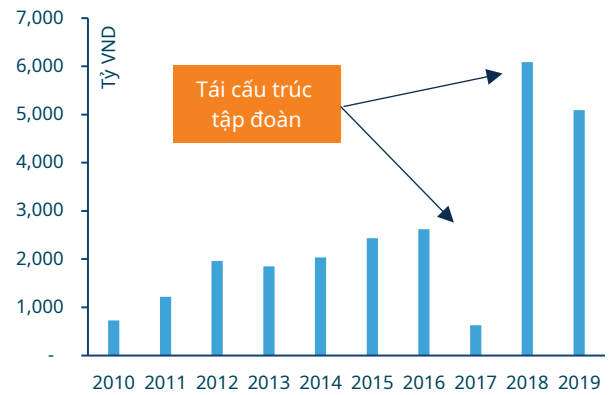
DGC là nhà sản xuất phốt pho vàng lớn nhất Việt Nam. DGC tiền thân là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tổng Cục Hóa Chất Việt Nam, được thành lập năm 1963 với sản phẩm chủ yếu là bột giết. Năm 2004 công ty cổ phần hóa và niêm yết năm 2014. Năm 2009, DGC bắt đầu sản xuất phốt pho vàng với 1 dây chuyền 10.000 tấn/năm tại tỉnh Lào Cai, Việt Nam. Đến nay, DGC trở thành nhà sản xuất phốt pho vàng (P4) lớn nhất nước với tổng công suất 60.000 tấn/năm, tương đương 69% tổng công suất cả nước. Bên cạnh P4, Axit Phosphoric (trích ly và thực phẩm), phân phức hợp (MAP, DAP), phân lân (SSP, DSP) và phụ gia thức ăn gia súc (DCP, MCP) cũng là các sản phẩm truyền thống đóng góp tỉ trọng doanh thu đáng kể của DGC. Công ty còn là đơn vị đầu tiên tại Việt Nam sản xuất được chất diệt khuẩn công nghiệp Chloramin B. Năm 2019, DGC đạt mức doanh thu 5.091 tỷ đồng giảm 16,4% so với cùng kỳ (trong đó 42,2% doanh thu đến từ sản phẩm phốt pho vàng với sản lượng tiêu thụ 34.461 tấn) và lợi nhuận ròng đạt 567 tỷ đồng (giảm 34,8% so với cùng kỳ). Nguyên nhân của sự giảm doanh thu năm 2019 đến từ khối lượng quặng Apatit đầu vào của DGC giảm do Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam giảm sản lượng khai thác và biên lợi nhuận gộp giảm do giá nguyên liệu gia tăng (quặng, than cốc, điện).

Hình 5. Cấu trúc và năng lực sản xuất các sản phẩm của DGC năm 2019



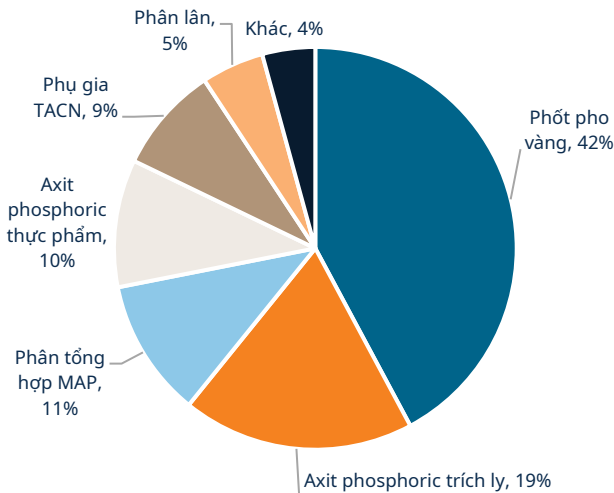
Nguồn: DGC (CS= công suất; SL=sản lượng)

Hình 6. Doanh thu năm 2019 của DGC giảm 16% so với cùng kỳ do quặng Apatit đầu vào giảm



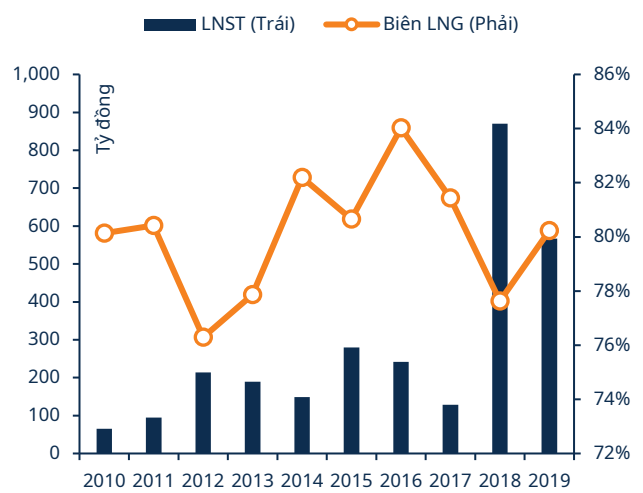
Nguồn: DGC

Hình 7. Phốt pho vàng (P4) và Axit Phosphoric là hai sản phẩm mang lại doanh thu lớn nhất cho DGC năm 2019



Nguồn: DGC

Hình 8. Lợi nhuận năm 2019 giảm mạnh so với cùng kỳ chủ yếu do doanh thu giảm và biên lợi nhuận gộp giảm



Nguồn: DGC

Công nghệ sản xuất tạo ra vị thế cạnh tranh bền vững đặc biệt trong chuỗi giá trị Phốt pho.

Trên thế giới hiện nay chỉ có 18 doanh nghiệp sản xuất được P4 và DGC là doanh nghiệp lớn nhất trong 4 doanh nghiệp Việt Nam làm được điều này. Tuy nhiên, DGC là đơn vị duy nhất trên thế giới phát triển được công nghệ dùng quặng bột, than bột trong sản xuất P4. Đồng thời, công nghệ của DGC cho phép sản xuất P4 bằng hỗn hợp quặng Apatit loại I và II. Hai đặc điểm này giúp DGC có ưu thế về giá thành sản xuất P4 so với các nhà sản xuất khác vì quặng bột, than bột và quặng Apatit loại II có giá rẻ hơn so với quặng viên, than cốc viên và quặng Apatit loại I tương ứng. Không chỉ có ưu thế đối với sản phẩm P4, DGC còn là đơn vị duy nhất tại Việt Nam sản xuất được WPA, HPO, MAP, DAP đạt tiêu chuẩn quốc tế để xuất khẩu. DGC cũng là đơn vị đầu tiên tại Việt Nam sản xuất được chất diệt khuẩn Chloramin B. Nhờ luôn coi công nghệ là yếu tố sống còn, DGC đã duy trì được đà tăng trưởng và lợi thế cạnh tranh tốt so với các đối thủ cùng ngành. Qua đó, DGC có được nhiều khách hàng truyền thống nước ngoài cũng như trong nước quan trọng trong cả lĩnh vực điện tử, thực phẩm lẫn chăn nuôi; đặc biệt phải kể đến Mitsubishi Corp (Nhật), UNID Global Corp (Hàn Quốc), UPL (Ấn độ), CJ, Cargill, Proconco, JAPFA, NEW HOPE LIUHE

Hình 9. Công suất chế biến phot pho vàng của DGC chiếm 69% tổng công suất cả nước

Quốc gia	Tổng công suất thiết kế 2018 (Nghìn tấn/Năm)	Thị phần theo công suất (%)	Công ty: Công suất (Nghìn tấn/Năm)
Hoa Kỳ	200	10,6	DGC: 60
Kazakhstan	120	6,4	
Việt Nam	87	4,6	
Trung Quốc	1.475	78,4	
Tổng	1.882	100,0	

Nguồn: HDIN Research

Hình 10. Danh sách khách hàng lớn của DGC, trong đó có Mitsubishi và UNID Global (Samsung)

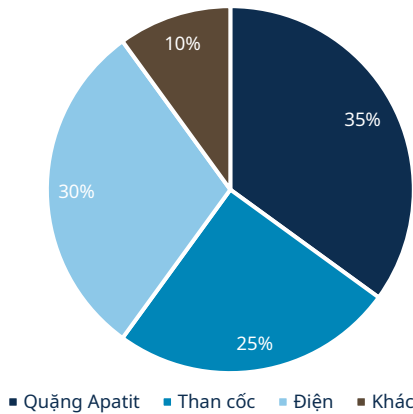


Nguồn: DGC

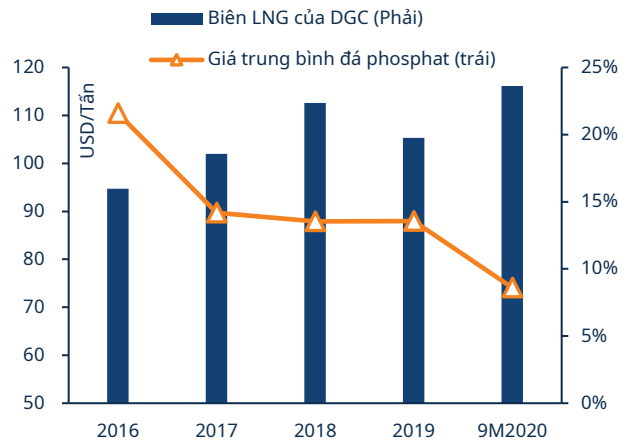
Lợi nhuận ròng năm 2021 dự phóng tăng 24.4% nhờ tăng tỉ lệ chế biến sâu và tăng tỉ lệ tự chủ nguyên liệu

4 dự án chế biến sâu sản phẩm phốt pho và khai thác quặng Apatit sẽ được vận hành năm 2021. Quặng Apatit, than cốc, điện là 3 nguyên liệu đầu vào chính của DGC, lần lượt chiếm khoảng 35%, 25% và 30% trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh do đó biên lợi nhuận gộp của DGC biến động tương quan với diễn biến giá quặng. Chúng tôi ước tính hàng năm DGC chi khoảng 1.500 tỷ VND cho quặng Apatit đầu vào và 1.000 tỷ VND cho chi phí điện. Không chỉ vậy, hiện nay quặng Apatit đầu vào của DGC phụ thuộc vào nguồn cung của Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam nên khó chủ động tăng công suất các nhà máy.

Hình 11. Quặng Apatit, than cốc và điện là ba nguyên liệu đầu vào lớn nhất của DGC



Hình 12. Biên lợi nhuận gộp của DGC biến động tương quan với diễn biến giá quặng phosphate.



Nguồn: Mirare Asset Research ước tính

Nguồn: Worldbank, DGC

Nhìn nhận được vấn đề này, DGC đã triển khai một loạt dự án nhằm nâng cao khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào, giảm chi phí sản xuất kinh doanh và mở rộng chuỗi sản phẩm phốt pho. Các dự án này lần lượt được đưa vào vận hành từ tháng 12/2020 đến đầu năm 2022, gồm có:

- **Dự án Khai Trường 25, vận hành tháng 12/2020:** DGC được cấp phép khai thác quặng Apatit tại Khai trường 25, tỉnh Lào Cai từ 10/11/2020 với thời gian khai thác 5 năm kể từ tháng 12/2020. Mỏ có trữ lượng 3,7 triệu tấn quặng Apatit (0,5 triệu tấn quặng loại I và 3,2 triệu tấn quặng loại III). Chúng tôi ước tính dự án này giúp DGC tự chủ được 30%-40% nhu cầu quặng trong giai đoạn 2021-25, đồng thời giúp biên lợi nhuận gộp của DGC cải thiện 1,7-2,0 điểm phần trăm.

Hình 13. Sản lượng khai thác dự kiến tại khai trường 25 trong giai đoạn 2021-25

Đơn vị: Tấn	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Tổng
Quặng loại I	25	50	90	81	N.a	N.a	Phục hồi môi trường	3.700
Quặng loại III	180	350	580	504	N/a	N/a		

Nguồn: DGC

- **Dự án xử lý Gypsum, vận hành tháng 1/2021 (vốn đầu tư 50 tỷ đồng):** Dự án này xử lý phế phẩm của quá trình sản xuất phốt pho vàng để tạo ra phụ gia cho ngành xi măng. Công suất thiết kế dự kiến của dây chuyền xử lý Gypsum này khoảng 30.000 tấn năm. Chúng tôi ước tính dự án này giúp biên lợi nhuận gộp của DGC cải thiện 0,2 điểm phần trăm từ Q2/2021.
- **Dự án Axit Phosphoric điện tử, dự án phốt pho đỏ và dự án P₂O₅, thời gian vận hành dự kiến tháng 8-10/2021 (vốn đầu tư 166 tỷ đồng).** Cả 3 dự án này đều nhằm nâng cấp các sản phẩm hiện có của DGC. Các sản phẩm mới có nhu cầu sử dụng cao, giá cao hơn và biên lợi nhuận tốt hơn so với các sản phẩm hiện tại. Chúng tôi ước tính ba dự án này giúp biên lợi nhuận gộp của DGC tăng thêm 0,2 ~0,3 điểm phần trăm từ Q4 năm 2021.
- **Dự án nhà máy Đức Giang - Nghi Sơn vận hành chạy thử từ Q1/2022 (vốn đầu tư 2.400 tỷ đồng).** Với dự án này, năng lực sản xuất của DGC sẽ bước vào một thời kỳ mới khi công ty tự chủ sản xuất được Sút, Axit Chlohidric, Clo lỏng ... Những sản phẩm

này là yêu cầu đầu vào để tiếp tục chế biến sâu Phốt Pho vàng thành PCl_3 , H_3PO_3 là những sản phẩm có giá trị rất cao, sử dụng trong công nghiệp điện tử và ít cạnh tranh. Dự kiến dự án Nghi Sơn giai đoạn 1 sẽ bổ sung khoảng 1.300~1.500 tỷ vào tổng doanh thu của tập đoàn trong năm 2022 và khoảng 150~200 tỷ vào lợi nhuận hàng năm cũng như tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận gộp của DGC.

Hình 14. Nhà máy Nghi Sơn (giai đoạn 1) mở rộng danh mục sản phẩm của DGC

Sản phẩm	Công suất thiết kế (Tấn/năm)	Doanh thu năm KH (Tỷ đồng)	Lợi nhuận năm KH (Tỷ đồng)
NaOH	50.000	465	50
Axit Chlohidric	15.000	35	78
PAC	20.000	93	20
Ca(OCl) ₂	20.000	498	40
Javen	10.000	20	2
CL2 lỏng 99%	2.000	12	2
Chloramin B	2.000	200	40
Tổng		1.323	162

Nguồn: VCBS

- **Dự án nhà máy điện 100MW, vận hành Q3/2022 (Vốn đầu tư 2.000 tỷ đồng):** Mỗi năm DGC tiêu thụ khoảng 170MW do đó toàn bộ sản phẩm của nhà máy phát điện này sẽ được sử dụng nội bộ. Nguyên liệu của nhà máy là than và khí dư từ nhà máy phốt pho vàng của DGC và các nhà máy lân cận. Chúng tôi ước tính khi nhà máy này vận hành sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của DGC cải thiện 0,3-0,5 điểm phần trăm.

Trên cơ sở các dự án trên, chúng tôi dự phóng tổng doanh thu của DGC năm 2021 đạt mức 7.087 tỷ đồng, tăng trưởng 14,5% so với năm 2020 với biên lợi nhuận gộp cải thiện 2,5 điểm phần trăm lên mức 26,1%. Nhờ vậy, lợi nhuận ròng dự phóng 2021 của DGC đạt 1.062 tỷ đồng, tăng trưởng 24% so với cùng kỳ với EPS pha loãng đạt 6.710 đồng.

Hình 15. Dự phóng chi tiết doanh thu các dòng sản phẩm của DGC giai đoạn 2020-21

	2018	2019	2020F	2021F	9T20	9M20/2020F
Doanh thu thuần	6,090	5,091	6,189	7,087	4,653	75.2%
Phốt pho vàng	2,499	2,147	2,996	3,232	2,219	74.1%
Phốt pho đỏ				93		
Axit phosphoric trích ly	1,485	949	892	621	689	77.2%
Axit phosphoric thực phẩm	523	522	611	654	470	76.9%
Axit phosphoric điện tử				207		
Phân phức hợp MAP	660	564	629	660	484	76.9%
Phân tổng hợp DAP			104	518	37	35.9%
Phụ gia thức ăn gia súc DCP	436	436	460	483	354	76.9%
Phân lân (SSP DSP)	270	256	260	273	195	75.2%
Chloramin B				120		
Khác	217	217	238	529	205	85.9%
Lợi nhuận gộp	1,362	1,006	1,462	1,851	1,099	75.2%
Biên LNG	22.4%	19.8%	23.6%	26.1%	23.6%	0.0% pts
EBIT	939	592	958	1,274	755	78.9%
Biên EBIT	15.4%	11.6%	15.5%	18.0%	16.2%	0.8% pts
LNST	870	567	902	1,062	670.32	74.3%
Biên LNST	14.3%	11.1%	14.6%	15.0%	14.4%	-0.2% pts

Nguồn: DGC, Mirare Asset Research

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 63.700 đồng

Chúng tôi cho rằng DGC là doanh nghiệp có triển vọng tốt nhất trong giai đoạn 2020-2022 thuộc nhóm doanh nghiệp sản xuất hóa chất – phân bón tại Việt Nam. Chúng tôi nhận thấy DGC đang nhanh chóng từ thượng nguồn xuống trung nguồn chuỗi giá trị Phốt Pho, giúp vị thế của công ty ngày càng nâng cao và bền vững hơn. Đi kèm theo đó là khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao trong giai đoạn 2020-25. DGC có hiệu quả kinh doanh vượt trội (ROE của DGC là 22% trong khi trung bình ngành hóa chất là 11% và ngành phân bón là 7%), không có nợ dài hạn.

Cổ phiếu DGC hiện tại đang được giao dịch ở mức P/E TTM 8,7x, thấp hơn so với mức trung bình ngành hóa chất (11,3x) và ngành phân bón (13,0x). Chúng tôi cho rằng hệ số PE của DGC sẽ được cải thiện lên mức 9.5x trong năm 2021 và dần về mức trung bình ngành trong 2-3 năm sau đó nhờ vị thế mới của công ty, là một doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm phốt pho trung nguồn và hiệu quả kinh doanh cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. **Trên cơ sở đó, chúng tôi định giá cổ phiếu DGC ở mức 63.800 đồng bằng phương pháp P/E với hệ số mục tiêu 9.5x áp dụng trên EPS pha loãng dự phóng năm 2021.**

Hình 16. Định giá cổ phiếu, phương pháp so sánh

	Giá trị dự phóng 2021	Đơn vị
LNST của cổ đông kiểm soát	998	Tỷ đồng
Số cổ phiếu lưu hành	149	Triệu cổ phiếu
EPS pha loãng	6,710	Đồng
Hệ số P/E mục tiêu	9.5	x
Giá cổ phiếu mục tiêu	63,747	Đồng
Giá trị doanh nghiệp dự phóng	9,483	Tỷ đồng

Nguồn: Mirae Asset VN Research

Hình 17. DGC hoạt động hiệu quả vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành

Mã CK	Tên công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	TT LNST (TTM % CK)	P/E (x)	P/B (x)	Tổng nợ vay /Vốn CSH	Vay dài hạn /Vốn CSH	ROE%	ROA%
Nhóm cổ phiếu hóa chất tổng hợp									
PLC	Hóa dầu Petrolimex	2,109	64%	13.2	1.6	160%	3%	12%	3%
CSV	Hóa chất Cơ bản miền Nam	1,251	-33%	6.0	1.2	12%	7%	21%	16%
HVT	Hóa chất Việt tri	341	-12%	10.2	1.5	53%	25%	15%	7%
APP	Phụ gia và SP Dầu mỏ	17	165%	13.3	0.4	87%	0%	3%	1%
PMB	PBHC Dầu khí Miền Bắc	115	-273%	14.0	0.8	0%	0%	6%	5%
	Trung bình	767	-18%	11.3	1.1	62%	7%	11%	6%
	Trung vị	341	-12%	13.2	1.2	53%	3%	12%	5%
Nhóm cổ phiếu sản xuất phân bón									
DPM	Đạm Phú Mỹ	6,731	201%	8.2	0.8	13%	11%	10%	7%
DCM	Đạm Cà Mau	6,459	1406%	11.1	1.0	15%	3%	9%	6%
BFC	Phân bón Bình Điền	883	-1%	7.4	0.9	109%	9%	10%	4%
VAF	Phân lân Văn Điển	371	13%	28.1	0.8	0%	0%	3%	2%
PSW	PBHC dầu khí Tây Nam Bộ	136	110%	16.7	0.7	0%	0%	4%	3%
NFC	Phân lân Ninh Bình	124	31%	16.1	0.7	0%	0%	4%	4%
PSE	Hóa chất DK Đông Nam bộ	91	-79%	10.0	0.6	29%	0%	6%	3%
PCE	PBHC DK Miền Trung	90	-63%	6.4	0.6	0%	0%	9%	5%
	Trung bình	1,861	202%	13.0	0.8	21%	3%	7%	4%
	Trung vị	254	22%	10.5	0.8	7%	0%	7%	4%
DGC	Tập đoàn hóa chất Đức Giang	7,290	91%	8.7	1.9	31%	0%	22%	16%

Nguồn: FiiPro, Mirae Asset VN Research

Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC VN)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	6,090	5,091	6,189	7,087
Giá vốn hàng bán	(4,728)	(4,084)	(4,727)	(5,236)
Lợi nhuận gộp	1,362	1,006	1,462	1,851
Chi phí bán hàng và QLDN	(423)	(415)	(504)	(577)
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	939	592	958	1,274
Lợi nhuận hoạt động	939	592	958	1,274
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(11)	4	40	(60)
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	(9)	4	40	(60)
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	(2)	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	928	596	998	1,214
Thuế TNDN	(34)	(28)	(50)	(97)
LN từ hoạt động thường xuyên	894	569	948	1,117
Lợi nhuận khác	(22)	3	-	-
Lợi nhuận sau thuế	873	572	948	1,117
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	870	567	902	1,062
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	3	5	46	55

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	565	849	749	927
LNTT	907	599	998	1,214
Chi phí không bằng tiền				
Khấu hao	212	258	267	321
Thuế	(36)	(30)	(50)	(97)
Điều chỉnh khác	9	11	40	(60)
Thay đổi vốn lưu động	(528)	11	(506)	(451)
Tăng giảm phải thu	(568)	136	(241)	(117)
Tăng giảm tồn kho	(762)	(12)	(174)	(143)
Tăng giảm phải trả	1,025	(46)	60	28
Tăng giảm khác	(223)	(67)	(151)	(218)
LCTT hoạt động đầu tư	(636)	(478)	(458)	(1,229)
Mua sắm tài sản cố định	(403)	(111)	(316)	(1,200)
Thu từ thanh lý tài sản	-	-	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(246)	(391)	(139)	(113)
Khác	12	23	(4)	85
LCTT hoạt động tài chính	264	(515)	(60)	617
Tăng giảm nợ phải trả	264	(407)	134	691
Phát hành cổ phiếu	-	54	-	-
Cổ tức đã trả	-	(162)	(194)	(74)
Khác	(0)	-	-	-
LCTT trong kỳ	193	(145)	231	315
Số dư đầu kỳ	83	274	130	360
Số dư cuối kỳ	275	130	360	675

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset VN Research

Bảng cân đối kế toán hợp nhất (Tóm tắt)

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	2,258	2,391	3,308	4,250
Tiền	274	128	360	675
Đầu tư ngắn hạn	246	643	781	895
Phải thu ngắn hạn	709	567	808	925
Tồn kho	797	808	983	1,125
Khác	233	245	376	630
Tài sản dài hạn	2,594	2,459	2,734	3,495
Đầu tư liên kết liên doanh	0	0	0	0
Tài sản cố định hữu hình	2,505	2,355	2,634	3,311
Tài sản dài hạn khác	89	104	100	184
Tổng tài sản	4,853	4,849	6,042	7,745
Nợ ngắn hạn	1,565	1,270	1,648	1,700
Phải trả ngắn hạn	206	130	191	219
Vay nợ ngắn hạn	1,133	735	1,176	1,134
Nợ ngắn hạn khác	226	405	281	348
Nợ dài hạn	0	0	0	691
Nợ vay dài hạn	0	0	0	691
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	1,565	1,270	1,648	2,392
Vốn chủ sở hữu	3,165	3,452	4,231	5,155
Vốn góp chủ sở hữu	1,078	1,294	1,488	1,488
Thặng dư cơ bản	1,787	1,787	1,787	1,787
Lợi nhuận giữ lại	301	371	957	1,881
Lợi ích cổ đông thiểu số	123	128	163	198
Tổng nguồn vốn	4,853	4,849	6,042	7,745

Các chỉ số chính

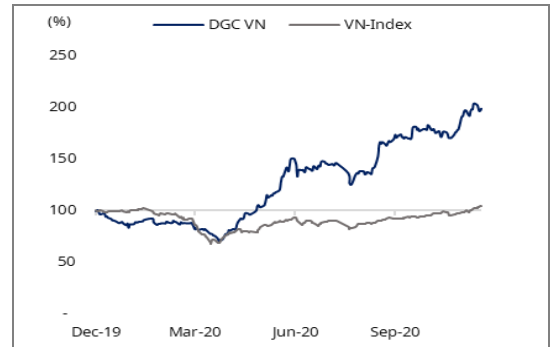
	2018	2019	2020F	2021F
EPS pha loãng (VND)	5,847	3,581	5,699	6,710
Giá trị sổ sách/CP (VND)	32,619	32,597	40,613	52,064
Nợ ròng/CP (VND)	7,616	4,942	7,904	12,268
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức	0.0%	28.5%	21.5%	7.0%
Tăng trưởng doanh thu	873.5%	-16.4%	21.6%	14.5%
Tăng trưởng EBITDA	1779.5%	-26.2%	44.1%	30.2%
Tăng trưởng LN hoạt động	1760.7%	-37.0%	61.8%	33.0%
Tăng trưởng EPS pha loãng	577.4%	-38.8%	59.2%	17.7%
Vòng quay phải thu (x)	9	9	8	8
Vòng quay hàng tồn kho (x)	8	6	6	6
Vòng quay phải trả (x)	30	39	32	32
ROA	18.0%	11.8%	15.7%	14.4%
ROE	27.6%	16.6%	22.4%	21.7%
ROIC	27.5%	15.8%	20.7%	19.4%

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company	Date	Rating	TP (VND)
CTCP Tập đoàn Hóa Chất Đức Giang (HOSE: DGC)	8/12/2020	Mua	63,700



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is

directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)