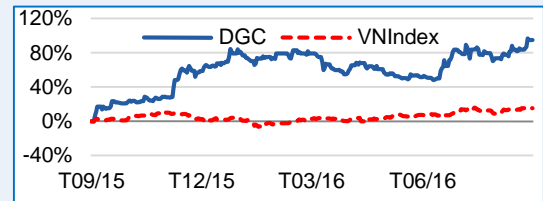


CTCP Bột Giặt & Hóa Chất Đức Giang (DGC) [KHÔNG ĐÁNH GIÁ] BC Khối khách hàng cá nhân

Ngày báo cáo:	08/09/2016		2014	2015	H1/2016
Giá hiện tại:	46.700VND	Tăng trưởng DT	10,2%	19,6%	-2,9%
Lợi suất cổ tức:	6,4%	Tăng trưởng EPS	-34,5%	97,9%	-9,4%
		Biên LN gộp	17,8%	19,3%	19,1%
		Biên LN ròng	7,3%	11,4%	10,7%
		EV/EBITDA	4,7x	4,3x	5,3x



Ngành:	Hóa chất			
GT vốn hóa:	104,7tr USD	DGC	Peers	VNI
Room KN:	50,1tr USD	P/E (trượt)	8,5x	11x
GTGD/ngày (30n):	0,07tr USD	P/B (hiện tại)	2,5x	1,3x
Cổ phần Nhà nước:	16,8%	Nợ ròng/CSH	47,7%	58,9%
SL cổ phiếu lưu hành	50tr	ROE	22,4%	12,5%

DGC và các công ty con sản xuất phốt-phát vàng và các sản phẩm từ phốt-pho như phân bón phốt-pho và axit phosphoric. Hiện nay, DGC là công ty sản xuất phốt-pho vàng lớn nhất Việt Nam. Công ty chủ yếu xuất khẩu sản phẩm này sang Ấn Độ, Nhật Bản, và Châu Âu, trong khi các sản phẩm từ phốt-pho khác được tiêu thụ tại thị trường nội địa.

Nguyễn Đắc Phú Thành
Chuyên viên

Những dự án mới tạo tiềm năng tăng trưởng cho năm 2017

CTCP Bột giặt và Hoá chất Đức Giang (DGC) là doanh nghiệp sản xuất phốt-pho vàng lớn nhất Việt Nam. DGC hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bột giặt và hóa chất, nhưng phần lớn lợi nhuận hợp nhất do các công ty con và liên kết đóng góp. Trong đó, DGL, công ty con chuyên sản xuất phốt-pho vàng và phân bón phốt-pho, đóng vai trò quan trọng vì chiếm gần 86% tổng doanh thu của công ty. Phần lớn phốt-pho vàng được xuất khẩu sang Ấn Độ, Nhật Bản, và Châu Âu. Đồng thời công ty cũng sử dụng phốt-pho vàng làm nguyên liệu sản xuất các sản phẩm khác như phân bón, DCP, và axit phosphoric. Phần lớn phốt-pho vàng và axit phosphoric được xuất khẩu, trong khi phân bón và DCP được phân phối cho các doanh nghiệp bán lẻ trong nước.

DGC nhận được nhiều ưu đãi thuế từ chính phủ. Nhằm phát triển lĩnh vực sản xuất hóa chất, Chính phủ đã ban hành nhiều chính sách ưu đãi cho các doanh nghiệp sản xuất trong nước. Hiện DGC được hưởng mức thuế ưu đãi 5% đối với hoạt động sản xuất phốt-pho vàng. Ngoài ra, DGC vẫn còn hai năm miễn thuế đối với hoạt động sản xuất phân bón và DCP, sau đó công ty sẽ được miễn giảm 50% so với mức thuế doanh nghiệp thông thường. Trong năm tài khóa trước, DGC chỉ trả mức thuế 5,4%, thấp hơn nhiều so với mức thuế TNDN thông thường 22% như các công ty khác.

DGC sẽ phát triển lĩnh vực bột giặt và thâm nhập thị trường BDS. Năm 2017, DGC dự kiến sẽ chuyển địa điểm nhà máy sang KCN Phố Nối, tỉnh Hưng Yên. Sau khi chuyển địa điểm, công ty sẽ nâng công suất sản xuất bột giặt từ 10.000 tấn/năm lên 50.000 tấn/năm, qua đó tăng khả năng cạnh tranh trong lĩnh vực này. Các công ty con và liên kết cũng cung cấp nguyên liệu cho DGC để phát triển mảng sản xuất bột giặt. Công ty dự kiến sẽ xây dựng chung cư trên phần đất của nhà máy trước đây tại Hà Nội, trong đó một phần dành cho nhân viên và phần còn lại được bán thương mại ở phân khúc tầm trung.

CTCP Hóa chất Đức Giang – Lào Cai (DGL) tự cung cấp nguyên liệu cho sản xuất phốt-pho vàng. Apatit và điện chiếm phần lớn chi phí sản xuất phốt-pho vàng. Từ năm 2017, DGC dự kiến sẽ sở hữu mỏ apatit và tự khai thác quặng để cung cấp nguyên liệu cho DGL và BTC, công ty liên kết chuyên sản xuất phốt-pho vàng. Ngoài ra, DGC cũng dự kiến nhà máy điện 100MW sẽ đi vào hoạt động để cung cấp điện cho DGL và BTC vào cuối năm 2016. Nhà máy điện này sẽ giúp công ty giảm đáng kể chi phí sản xuất, qua đó cải thiện biên lợi nhuận gộp.

CTCP Hóa chất Bảo Thắng (BTC) sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2016. BTC là một công ty liên kết của DGC có công suất 20.000 tấn phốt-pho và 30.000 tấn axit phosphoric mỗi năm. DGC ước tính BTC sẽ mang lại 500 tỷ đồng doanh thu trong năm 2016 và ban lãnh đạo công ty cũng dự báo doanh thu sẽ đạt 1.500 tỷ đồng năm 2017 và trên 2.000 tỷ đồng khi hoạt động với công suất tối đa.

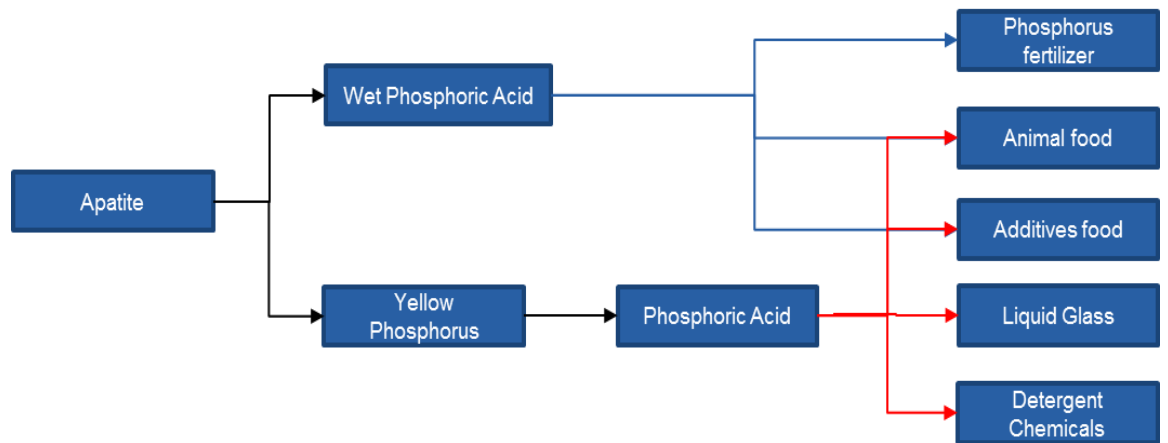
Tình hình tài chính tốt cho phép DGC đầu tư vào các dự án mới. DGC dẫn đầu lĩnh vực sản xuất phốt-pho vàng và phân bón phốt-pho. So với các công ty khác trong ngành, công ty có tỷ lệ tăng trưởng và lợi nhuận cao hơn, đồng thời P/E trượt 12 tháng thấp hơn so với các công ty cùng ngành khác. DGC cũng thường trả cổ tức cao, nhưng chúng tôi cho rằng cổ tức năm 2016 sẽ giảm vì công ty phải giữ lại lợi nhuận để phân phối cho nhiều dự án đầu tư mới. Việc huy động vốn cho các dự án mới cũng sẽ khiến nợ của DGC tăng, nhưng vẫn ở mức an toàn vì tỷ lệ nợ hiện tại của công ty đang ở mức thấp. Chúng tôi lạc quan về các dự án apatit và nhà máy điện và kỳ vọng những dự án này sẽ giúp công ty giảm chi phí sản xuất và cải thiện biên lợi nhuận.

Tổng kết KQLN 6 tháng đầu năm: Doanh thu giảm nhẹ nhưng phù hợp với dự kiến của công ty

DGC là một trong những công ty lớn nhất trong lĩnh vực sản xuất hóa chất và các sản phẩm liên quan tại miền Bắc. DGC chủ yếu sản xuất và phân phối bột giặt và axit phosphoric, đây là các sản phẩm mang lại doanh thu cao nhất. Công ty con CTCP Hóa chất Đức Giang – Lào Cai (DGL) chuyên sản xuất phốt-pho vàng và các sản phẩm liên quan. DGC cũng sở hữu cổ phần 31,59% tại CTCP Hóa chất phân bón Lào Cai (LFC), chuyên sản xuất phốt-pho và axit sulphuric, và 30% tại CTCP Hóa chất Đức Giang - Đình Vũ (DDV) chuyên cung cấp dịch vụ kho bãi và logistics cho các công ty của DGC, ngoài ra công ty cũng có một phần nhỏ doanh thu từ cung cấp dịch vụ bên ngoài.

Apatit được dùng để sản xuất nhiều sản phẩm khác nhau. Có hai cách sản xuất axit phosphoric từ apatit. Phương pháp chiết xuất cho ra axit phosphoric trực tiếp từ apatit. Trong khi đó, phương pháp nhiệt luyện chuyển apatit thành phốt-pho vàng để sản xuất axit phosphoric với nồng độ cao hơn. Axit phosphoric nồng độ khác nhau được sử dụng để sản xuất các sản phẩm khác nhau, như chất tẩy rửa, phân bón, và phụ gia thực phẩm.

Hình 1: Các công ty con và liên kết của DGC



Nguồn: DGC

Các công ty con và liên kết hỗ trợ dây chuyền sản xuất của DGC. DGL chuyên sản xuất phốt-pho vàng, là sản phẩm mang lại nhiều doanh thu nhất cho công ty mẹ. Công ty cũng sản xuất phân bón và phụ gia thực phẩm từ axit phosphoric với biên lợi nhuận cao hơn. Vì vậy, có thể nói DGL đóng vai trò quan trọng nhất trong chuỗi sản xuất của DGC. Trong khi đó, LFC trực tiếp sản xuất axit phosphoric và axit sulphuric từ apatit bằng phương pháp trích ly, còn DDV cung cấp dịch vụ kho bãi và logistics cho các công ty con khác. DGC sử dụng axit phosphoric để sản xuất phụ gia cho bột giặt và các hóa chất khác.

Hình 2: Các công ty con và liên kết của DGC

Công ty	Mã	Cổ phần của DGC		Doanh thu 2015 (tỷ VND)	Lĩnh vực hoạt động
		Trực tiếp	Gián tiếp		
Công ty Cổ phần Bột giặt và Hoá chất Đức Giang	DGC			461	Bột giặt: 10.000 tấn Phosphoric acid: 4.800 tấn Hóa chất tinh khiết Logistics
CTCP Hóa chất Đức Giang – Lào Cai	DGL	61,68%	0%	2.118	Phốt-pho vàng: 20.000 tấn Thủy tinh lỏng: 12.000 tấn Phân bón phốt-pho: 100.000 tấn MAP: 60.000 tấn DCP: 50.000 tấn
Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang - Đình Vũ	DDV	30%	30% thuộc DGL, 40% thuộc LFC	35	Kho bãi, logistics
Công ty Cổ phần Hóa chất phân bón Lào Cai	LFC	12,02%	31,59% thuộc DGL	1.936	Axit phosphoric tinh chế (WPA) Axit sulphuric
CTCP Hóa chất Bảo Thắng	BTC	37,02%	10,21% thuộc DGL	0	Phốt-pho vàng: 20.000 tấn Axit phosphoric: 30.000 tấn STPP: 10.000 tấn SHMP: 10.000 tấn Muối phosphate: 10.000 tấn

Nguồn: DGC

Đóng góp của các công ty con và liên kết quyết định tỷ lệ tăng trưởng của DGC. Các sản phẩm doanh thu cao nhất là bột giặt và axit phosphoric với lần lượt 28,5% và 46,3% tổng doanh thu 2015. Tuy nhiên, gần 80% tổng doanh thu của DGC là từ các công ty con. Năm 2015, doanh thu của DGC tăng 29%, nhưng doanh thu hợp nhất chỉ tăng 19,6% vì doanh thu của DGL tăng chậm hơn. DGC chỉ đóng góp 20% tổng lợi nhuận hợp nhất trước thuế, trong khi DGL và LFC, một công ty chưa niêm yết, đóng góp lần lượt 67% và 12%.

Hình 3: KQLN hợp nhất của DGC

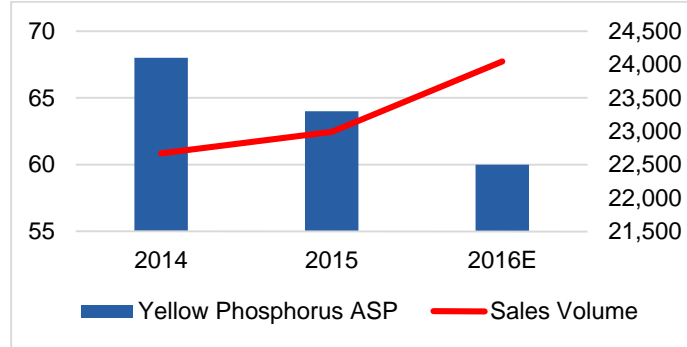
	2014	2015	6M 2016
Doanh thu	2.037	2.438	1.191
DGC	358	461	246
DGL	1.810	2.118	1.034
Điều chỉnh	(131)	(142)	(89)
Lợi nhuận gộp	363	471	228
Chi phí quản lý và bán hàng	(123)	(174)	(78)
Lợi nhuận từ HĐKD	240	297	149
Lỗ/lãi tài chính	15	66	9
Lỗ/lãi từ các công ty liên kết	5	50	31
Lợi nhuận trước thuế	260	413	189
Lợi nhuận sau thuế	221	390	178
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	149	280	128

Nguồn: DGC

Doanh thu hợp nhất giảm nhẹ dù mảng bột giặt tăng trưởng. Trong 6 tháng đầu năm 2016, doanh thu của công ty mẹ tăng 18,2% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi lợi nhuận trước thuế tăng 6,6%, đã điều chỉnh trừ thu nhập tài chính từ các công ty con. Tuy nhiên, doanh thu hợp nhất 6 tháng đầu năm giảm nhẹ 2,6% so với cùng kỳ năm ngoái do doanh thu DGL giảm 7,3%. Sau khi đạt kết quả tăng trưởng ấn tượng trong năm trước, DGL tăng trưởng âm trong 6 tháng đầu năm 2016 do giá bán trung bình của phốt-pho vàng giảm 6,25% trong giai đoạn này. Gần 70% doanh thu của DLG từ xuất khẩu mặt hàng này sang Ấn Độ, Nhật Bản, và Châu Âu. Công ty được hưởng thuế nhập khẩu thấp vì phốt-pho vàng là một sản phẩm hiếm, chỉ một số nước có thể sản xuất.

Tuy nhu cầu phốt-pho vàng để sản xuất hóa chất cơ bản ở mức cao và sản lượng bán ra của DGL tăng, nhưng cạnh tranh từ các nước xuất khẩu khác khiến giá bán trung bình phốt-pho vàng giảm dẫn đến doanh thu 6 tháng đầu năm của DGL giảm. Do đó, công ty quyết định tăng lượng phốt-pho vàng sử dụng trong sản xuất các sản phẩm cho thị trường trong nước thay vì xuất khẩu. Từ năm 2015 đến nay, DGL đã tái cơ cấu các dòng sản phẩm để tăng cường sản xuất phân bón, MAP, và DCP, vì các sản phẩm này có biên lợi nhuận cao hơn.

Hình 4: Sản lượng bán ra (tấn) và giá bán trung bình (triệu đồng) của phốt-pho vàng DGL



Nguồn: DGC

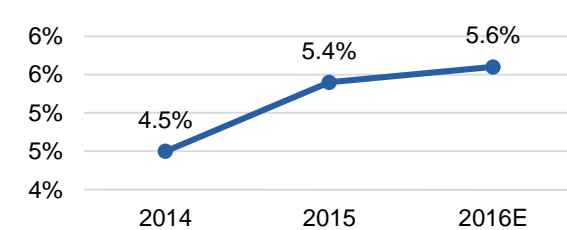
Lợi nhuận hợp nhất trước thuế tăng 7,5% so với cùng kỳ năm ngoái dù doanh thu giảm. Các chi phí quản lý và bán hàng và tài chính giảm đã giúp lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm tăng 14% so với cùng kỳ năm ngoái. Công ty đã giảm được chi phí quản lý và bán hàng nhờ giảm khấu hao trong 6 tháng đầu năm nay. Ngoài ra, thu nhập tài chính cải thiện vì công ty có thêm lợi nhuận từ hoạt động giao dịch bằng ngoại tệ.

Triển vọng 2017: Các dự án mới sẽ thúc đẩy lợi nhuận cả ngắn và dài hạn

Chính phủ khuyến khích lĩnh vực hóa chất

Chính phủ đưa sản xuất hóa chất vào danh sách các ngành kinh tế quan trọng và khuyến khích phát triển lĩnh vực này. Năm 2015, Bộ Công Thương thông qua đề án tái cơ cấu ngành công nghiệp hóa chất và tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp sản xuất trong ngành. Tỷ lệ tăng trưởng của chỉ số sản xuất hóa chất tăng mạnh và dự báo năm 2016 sẽ đạt 5,6%. Sản xuất phân bón phốt-pho và hóa chất cơ bản được khuyến khích nhằm đáp ứng nhu cầu trong nước. Chính sách này thuận lợi cho chiến lược của DGC vì trong năm 2015 công ty đã mở rộng sản xuất phân bón phốt-pho và DAP, những sản phẩm này có biên lợi nhuận cao.

Hình 5: Tỷ lệ tăng trưởng chỉ số sản xuất hóa chất

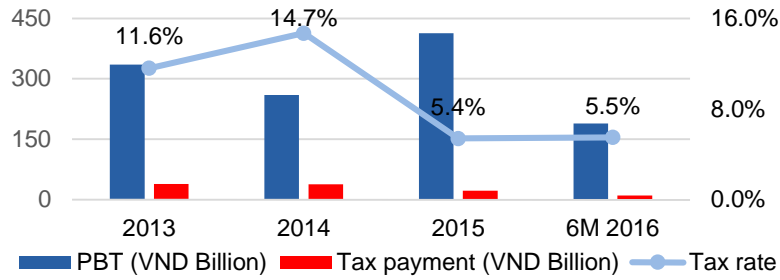


Nguồn: Tổng cục Thống kê, VCSC

DGL hiện được hưởng ưu đãi thuế đối với các sản phẩm phốt-pho vàng và phân bón. Dây chuyền sản xuất phốt-pho số 1, công suất 10.000 tấn, sau khi được miễn thuế 4 năm đầu, sau đó chịu mức thuế 5% trong 9 năm từ năm 2010 trở đi, và 10% từ 2023 đến 2025. Từ năm 2015 đến nay, mức thuế ưu đãi dành cho dây chuyền số 2 là 5%, nên thuế suất dành cho DGC giảm. Từ

năm 2014 trở đi, các dây chuyền sản xuất DCP và phân bón cũng được miễn thuế trong 4 năm đầu tiên và sẽ được giảm 50% đối với mức thuế TNDN 22% trong 9 năm tiếp theo.

Hình 6: Mức thuế dành cho DGC



Nguồn: DGC

Sản xuất hóa chất có tiềm năng tăng trưởng mạnh, nhưng cạnh tranh trong nước thấp. Sản xuất phốt-pho vàng có tiềm năng phát triển tốt, nhưng các ràng buộc về mặt pháp lý hiện nay sẽ hạn chế số doanh nghiệp mới thâm nhập vào lĩnh vực này, giảm cạnh tranh trong nước. Hiện công ty dự kiến năm 2017 sẽ mở rộng công suất lên 40.000 tấn/năm, cao nhất Việt Nam.

Hình 7: Công suất phốt-pho vàng

Công ty	Công suất (tấn/năm)	% tỷ trọng
CTCP Phốt-pho Vàng Lào Cai	12.000	14%
Công ty Phốt-pho vàng Việt Nam	6.000	7%
Công ty TNHH Đông Nam Á Lào Cai	16.000	19%
Công ty TNHH Phốt Pho Vàng Việt Nam	10.000	12%
DGC	40.000*	48%
Tổng cộng	84.000	

* Công suất 2017 khi BTC đi vào hoạt động

Nguồn: VCSC

DGC: Phát triển mảng bột giặt, thâm nhập BĐS

DGC dự kiến sẽ đẩy mạnh sản xuất bột giặt sau khi chuyển địa điểm nhà máy. Nhà máy hiện nay của DGC tại quận Long Biên, Hà Nội đã hết khấu hao từ lâu và công ty quyết định chuyển địa điểm sang nhà máy mới tại KCN Phố Nối, tỉnh Hưng Yên. DGC chủ yếu nhập khẩu Linear Alkylbenzene Sulfonate (LAS), một nguyên liệu quan trọng trong sản xuất bột giặt, từ Trung Quốc và Ấn Độ. Trong 6 tháng đầu năm 2015, chi phí LAS giảm mạnh, giúp biên lợi nhuận các công ty sản xuất bột giặt tăng. Tuy nhiên, do công suất thấp nên DGC không tận dụng được cơ hội tốt như các công ty được niêm yết khác, có công suất cao hơn, như LIX và NET. Công suất thấp cũng khiến DGC không thể cạnh tranh giành thị phần tại các khu vực đô thị, nên hiện công ty chỉ nhắm vào khu vực nông thôn. Tuy nhiên, công ty dự kiến sẽ tăng công suất bột giặt từ 10.000 tấn lên 50.000 tấn/năm sau khi chuyển địa điểm nhà máy sang tỉnh Hưng Yên vào đầu năm 2017. Công ty ước tính chi phí trang thiết bị và thuê nhà xưởng sẽ vào khoảng 100 tỷ đồng.

Hình 8: Cơ cấu doanh thu DGC

	2014	2015	6M 2016
Bột giặt	151	131	69
Axit phosphoric	158	213	99
LAS và các chất tẩy rửa khác	9	28	14
Hóa chất tinh khiết	26	18	3
Gia công	9	11	26
Logistic	5	59	31
Khác	0	0	5
Doanh thu của DGC	358	461	246

Nguồn: DGC

DGC dự kiến sẽ xây dựng chung cư trên khu đất nhà máy cũ rộng 5ha. Nhà máy trước đây cách cầu Long Biên và Mipec Riverside 5km và cách Khu đô thị mới Việt Hưng 2km. Nhu cầu BĐS trung cấp tại khu vực này hiện đang ở mức cao và DGC dự kiến sẽ xây dựng 2.800 căn hộ, diện tích từ 70m² đến 100m²/căn. Một phần của dự án sẽ được bán cho công nhân viên với giá ưu đãi và phần còn lại ước tính sẽ được bán với giá 15 triệu đến 18 triệu/m². Công ty ước tính dự án sẽ có vốn đầu tư 4.500 tỷ đồng từ 2017 đến 2021, trong đó phần vốn có sẵn của công ty là 550 tỷ đồng, vay 1.100 tỷ đồng, và phần còn lại huy động từ người mua nhà. DGC cho biết công ty có kinh nghiệm trong việc xây dựng chung cư cho nhân viên tại Lào Cai, nên có thể tự thực hiện dự án này. Công ty đã sở hữu phần đất để phát triển dự án và sẽ huy động vốn từ khách hàng và xây dựng theo hình thức cuốn chiếu.

DGL dự kiến sẽ tự cung cấp nguyên liệu, mở rộng lĩnh vực phân bón

Hai dự án mới sẽ hỗ trợ các công ty con và liên kết của DGC cung cấp nguyên liệu đầu vào để sản xuất phốt-pho vàng. Apatit và điện thường chiếm lần lượt 30% và 40% chi phí sản xuất phốt-pho vàng. DGC đã xin phép khai thác apatit tại tỉnh Lào Cai. Công ty hiện đang xem xét trữ lượng mỏ. Việc sở hữu mỏ apatit giúp DGL và BTC giảm mạnh chi phí sản xuất phốt-pho khi mỏ đi vào hoạt động đầu năm 2017.

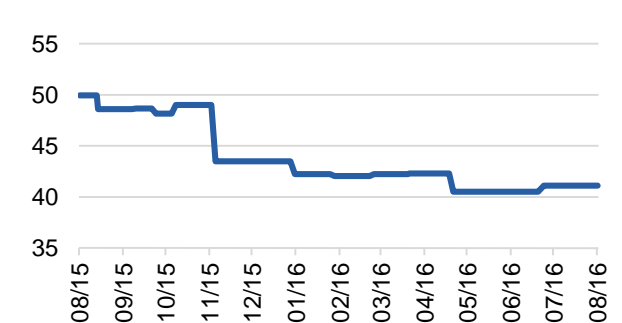
Cuối năm 2016, DGL sẽ hoàn tất nhà máy điện 100MW tại huyện Bảo Thắng, tỉnh Lào Cai. Nhà máy điện sẽ sử dụng 70% than và 30% khí thải từ sản xuất phốt-pho vàng để chạy tuabin, qua đó giảm chi phí và bảo vệ môi trường. Nếu giá than tiếp tục giảm, nhà máy điện sẽ giảm được nhiều chi phí khi đi vào hoạt động. Nhà máy điện dự kiến sẽ cung cấp điện cho các nhà máy phốt-pho vàng. DGL ước tính chi phí điện sẽ giảm 350VND/KW, tiết kiệm 196 tỷ đồng mỗi năm cho công ty. DGL ước tính vốn đầu tư cho dự án là 1.700 tỷ đồng. Trong đó, VCB cam kết sẽ cho vay 1.200 tỷ đồng, và DGL có thể tăng vốn điều lệ để đầu tư cho dự án.

Hình 9: Giảm chi phí điện

	Giá trị
Lượng điện để sản xuất 1 tấn phốt-pho vàng (KW)	14.000
Công suất phốt-pho vàng/năm (tấn)	40.000
Tổng lượng điện/năm (KW)	560.000.000
Cắt giảm chi phí mỗi KW (VND)	350
Tổng chi phí cắt giảm (tỷ VND)	196

Nguồn: DGL

Hình 10: Biến động giá than



Nguồn: Bloomberg

DGL đã tái cơ cấu cấu trúc sản phẩm, mở rộng lĩnh vực phân bón và DCP. Phốt-pho vàng chỉ còn đóng góp 69,7% doanh thu trong 6 tháng đầu năm, sau khi công ty quyết tăng lượng phốt-pho vàng dùng trong sản xuất phân bón và DCP, những sản phẩm có nhu cầu trong nước cao. Năm 2016, DGL tăng công suất phân bón và đầu tư sản xuất sản phẩm MAP và DCP. DGL phát triển sản xuất DCP nhằm đáp ứng cho nhu cầu đang thiếu hụt của các doanh nghiệp trong nước. DGL có lợi thế về nguyên liệu đầu vào để mở rộng sản xuất. Hiện DGL chỉ sản xuất phân bón phốt-pho và MAP. Tuy nhiên, công ty dự kiến sẽ đầu tư 20 tỷ đồng vào nhà máy phân bón NPK năm 2017, qua đó mở rộng sản phẩm phân bón.

Hình 11: Cơ cấu doanh thu DGL

	2014	2015	6M 2016	% of 2014	% of 2015	% of 6M 2016
Phốt-pho vàng	1508	1.453	721	83,3%	68,6%	69,7%
Sillicat (Thủy tinh lỏng)	0	13	5	0,0%	0,6%	0,5%
Phân bón	73	173	97	4,0%	8,2%	9,4%
MAP	0	166	57	0,0%	7,9%	5,5%
DCP	42.29	249	148	2,3%	11,8%	14,3%
Khác	187	64	6	10,3%	3,0%	0,6%
Doanh thu DGL	1.810	2.118	1.034			

Nguồn: DGC, DGL

Các công ty liên kết: Mở rộng công suất để đóng góp nhiều lợi nhuận hơn

CTCP Hóa chất Bảo Thắng (BTC), một đơn vị mới của DGC, dự kiến sẽ đi vào hoạt động năm 2016 và sẽ tập trung vào sản xuất phốt-pho vàng. Khởi công tháng 05/2015, nhà máy của BTC sẽ hoàn tất năm nay và dự kiến sẽ đi vào hoạt động cuối quý 3/2016. Với công suất 20.000 tấn phốt-pho vàng và 30.000 tấn axit phosphoric mỗi năm, BTC sẽ nâng công suất phốt-pho vàng của DGC lên gấp hai lần, và giúp công ty dẫn đầu lĩnh vực sản xuất phốt-pho vàng. DGC ước tính BTC sẽ mang lại 500 tỷ đồng năm 2015, 1.500 năm 2017, và hơn 2.000 tỷ đồng khi hoạt động với công suất tối đa.

Hình 12: Công suất BTC

Sản phẩm	Công suất (tấn/năm)	Giá bán trung bình (triệu VND/tấn)	Doanh thu (tỷ VND)
Phốt-pho vàng	20.000	60	1.200
Axit phosphoric	30.000	20	600
STPP	10.000	18	180
SHMP	10.000	20	200
Muối phosphate	10.000	NA	NA
Tổng cộng			2.180

Nguồn: VCSC

CTCP Hóa chất phân bón Lào Cai (LFC) sẽ nâng công suất axit phosphoric lên 160.000 tấn vào năm sau. Hiện doanh thu của LFC chủ yếu từ xuất khẩu WPA, các giao dịch nội bộ (cung cấp nguyên liệu cho các công ty con và liên kết khác của DGC) cũng đóng góp 20% tổng doanh thu. Sau khi mở rộng công suất, LFC sẽ đóng vai trò chính trong việc cung cấp axit phosphoric cho nhà máy ammonia và DAP thuộc một công ty liên kết mới của DGC. DGC dự kiến sẽ thực hiện dự án từ 2017 đến 2020. Theo ước tính, khi dự án hoàn tất, công ty liên kết mới sẽ mang lại cho DGC 300 tỷ đồng lợi nhuận mỗi năm.

Hình 13: Cơ cấu doanh thu LFC

	2015	6M 2016
Kinh doanh ngoài	1.568	763
Axit phosphoric ướt (WPA) – Xuất khẩu	1.560	756
Axit phosphoric		0,4
Khác	8	7
Nội bộ	368	170
Axit phosphoric	NA	141
Đá vôi	NA	11
Cặn axit	NA	18
Tổng doanh thu	1.936	933
Lợi nhuận sau thuế	321	NA

Nguồn: DGC

DGC hấp dẫn nhà đầu tư nhờ tình hình tài chính ổn định

DGC liên tục trả cổ tức cao. Từ năm 2013 đến nay, DGC thường trả cổ tức hàng năm trên 30% giá trị sổ sách, bằng cả tiền mặt và cổ phiếu. Năm 2016, công ty có thể cổ tức thấp hơn vì dự trữ tiền cho các dự án mới năm 2017. Tuy nhiên, trong dài hạn, các dự án mới này sẽ giúp công ty tăng cả doanh thu và biên lợi nhuận.

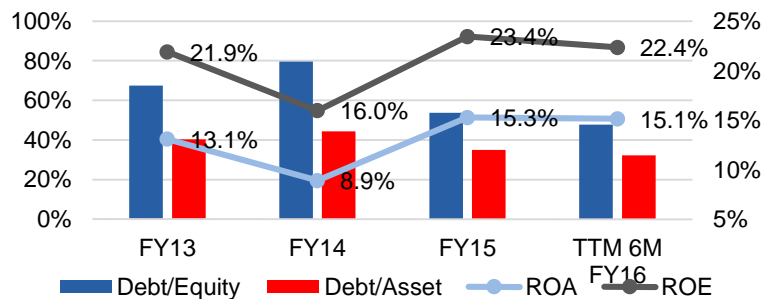
Hình 14: Cổ tức của DGC

	2013	2014	2015	2016E
Tổng cổ tức	37,60%	31%	30,57%	10%
Bằng tiền mặt		5%	12,09%	
Bằng cổ phiếu		26%	18,48%	

Nguồn: DGC

DGC có chỉ số lợi nhuận cao trong khi nợ/vốn chủ sở hữu thấp. Các năm trước đây, chỉ số lợi nhuận của DGC biến động do bị ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu và giá bán. Từ năm 2015 đến nay, công ty đã kiểm soát giá đầu vào và đầu ra tốt hơn, qua đó cải thiện ROA và ROE. Các chỉ số lợi nhuận của DGC hiện ở mức cao. Từ năm 2014 đến nay, tỷ lệ nợ của DGC đã giảm đáng kể nhờ tăng vốn điều lệ, trong khi nợ ngắn hạn giảm. Hiện nợ của DGC chủ yếu là các khoản phải thu và nợ ngắn hạn.

Hình 15: Một số chỉ báo tài chính của DGC



Nguồn: DGC

Tuy nhiên, chúng tôi ước tính nợ dài hạn của DGC sẽ tăng trong năm 2017 vì công ty phải vay vốn ngân hàng cho các dự án sắp tới. Công ty cũng có thể xem xét tăng vốn điều lệ nếu cần thiết, nhưng hiện chưa có kế hoạch cụ thể. Hiện DGC vẫn ưu tiên vay nợ so với tăng vốn điều lệ, và chúng tôi cho rằng công ty sẽ chưa tăng vốn chủ sở hữu từ đây đến khi diễn ra ĐHCĐ năm sau.

Hình 16: Các dự án của DGC

Dự án	Nhà đầu tư	Vốn đầu tư (tỷ VND)	Vốn CSH (tỷ VND)	Nợ (tỷ VND)	Khởi công
Nhà máy mới DGC	DGC	100	100	Không	Đầu 2017
Chung cư	DGC	4.500	550	Vay: 1.100 Khách hàng: 2.850	2017
Mỏ apatit	DGC	200	200	Không	Cuối 2016
Nhà máy điện	DGL	1.700	500	VCB: 1.200	Đầu 2017
Phân bón NPK	DGL	20	20	Không	2017
Mở rộng WAP	LFC	1.200	400	Nợ: 800	2017
Nhà máy ammonia + DAP	Công ty liên kết mới	2.000	600	Nợ: 1.400	2017

Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi khuyến nghị DGC vì đây là công ty dẫn đầu lĩnh vực sản xuất phốt-pho vàng và phân bón phốt-pho. Trong 6 tháng đầu năm 2016, DGC đạt kết quả kinh doanh tốt hơn so với trung bình ngành, đặc biệt là tăng trưởng LNST. So với các công ty khác trong ngành, DGC cũng có tỷ lệ lợi nhuận cao hơn, nhưng P/E trượt 12 tháng thấp, hấp dẫn nhà đầu tư. P/E trượt 12 tháng hiện nay 8,5 lần thấp hơn nhiều so với các công ty khác. Chúng tôi cũng lạc quan với các dự án mỏ apatit và nhà máy điện của công ty vì các dự án này sẽ cho phép công ty giảm chi phí và cải thiện biên lợi nhuận.

Hình 17: So sánh với một số công ty trong ngành

Công ty	Mã	Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	DT 6T đầu 2016 (tỷ VND)	Y-o-Y (%)	LNST 6T đầu 2016 (tỷ VND)	Y-o-Y (%)	ROE	ROA	P/E trượt 12T
Supel Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao	LAS	2.132	2.034	-26,2%	56	-64,2%	15,8%	7%	9,3x
Phân lân Ninh Bình	NFC	259	347	3,7%	14	0,0%	9%	6,9%	15,2x
Phân lân nung chảy Văn Điển	VAF	507	642	-8,7%	34	-21,3%	12%	8,8%	7x
Trung bình		966	1.008	-10,4%	35	-28,5%	12,5%	7,7%	11x
Bột giặt và Hoá chất Đức Giang	DGC	2.114	1.188	-2,9%	120	6,9%	22,4%	15,1%	8,5x

Nguồn: Bloomberg

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)				BẢNG CĐKT (tỷ đồng)			
	2013A	2014A	2015A		2013A	2014A	2015A
Doanh thu	1.847	2.037	2.438	Tiền và tương đương	172	8	11
Giá vốn hàng bán	-1.438	-1.674	-1.966	Đầu tư TC ngắn hạn	0	549	0
Lợi nhuận gộp	409	363	471	Các khoản phải thu	149	89	130
Chi phí bán hàng	-84	-95	-130	Hàng tồn kho	225	156	178
Chi phí quản lí DN	-25	-28	-44	TS ngắn hạn khác	462	141	509
LN thuần HĐKD	300	240	297	Tổng TS ngắn hạn	1.008	944	827
Lãi từ chênh lệch tỷ giá	4	0	-11	TS dài hạn (gộp)	455	789	960
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	37	32	135	- Khấu hao lũy kế	-189	-243	-318
EBIT	341	271	421	TS dài hạn (ròng)	266	546	641
Chi phí lãi vay	-5	-12	-8	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
LNTT	336	260	413	TS dài hạn khác	167	187	366
Thuế TNDN	-39	-38	-22	Tổng TS dài hạn	434	733	1.007
LNST trước CĐTS	296	221	390	Tổng Tài sản	1.442	1.677	1.835
Lợi ích CĐ thiểu số	-108	-72	-110	Phải trả ngắn hạn	123	882	774
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	189	149	280	Nợ ngắn hạn	216	0	0
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	52	77	126	Nợ ngắn hạn khác	242	180	180
EBITDA	234	258	260	Tổng nợ ngắn hạn	581	500	700
EPS cơ bản, báo cáo, VND	5.629	4.452	8.358	Nợ dài hạn	0	609	586
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.629	4.452	8.358	Nợ dài hạn khác	0	12	0
EPS pha loãng ⁽²⁾ , VND	5.629	4.452	8.358	Tổng nợ dài hạn	0	1.301	1.467
				Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
TỶ LỆ	2013A	2014A	2015A	Vốn cổ phần	1	1	1
Tăng trưởng				Thặng dư vốn CP	335	335	335
Tăng trưởng doanh thu	NA	10,2%	19,7%	Lợi nhuận giữ lại	287	294	420
Tăng trưởng LN HĐKD	NA	0,0%	-20,3%	Lợi ích CĐTS	238	304	351
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	NA	-20,9%	87,8%	Vốn chủ sở hữu	861	934	1.194
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	1.442	1.677	1.835
Biên LN từ HĐ %	16,2%	11,8%	12,2%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A
Biên EBITDA	0,0%	21,0%	16,0%	Tiền đầu năm	0	-121	-185
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	16,0%	10,9%	16,0%	Lợi nhuận sau thuế	189	0	0
ROE %	21,9%	16,0%	23,4%	Khấu hao	48	0	0
ROA %	13,1%	8,9%	15,3%	Thay đổi vốn lưu động	218	1	24
				Điều chỉnh khác	-479	-112	-161
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	-25	-50	-72
Số ngày tồn kho	57	42	31	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-152	-350	-114
Số ngày phải thu	15	21	16	Đầu tư khác	42	-227	29
Số ngày phải trả	16	25	21	Tiền từ HĐ đầu tư	-110	-576	-85
TG luân chuyển tiền	56	37	26	Cổ tức đã trả	0	-126	-76
Thanh khoản				Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	100	8
CS thanh toán hiện hành	1,74	1,27	1,29	Tăng (giảm) nợ dài hạn	216	238	-121
CS thanh toán nhanh	1,35	1,06	1,01	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,30	0,01	0,02	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Nợ/Tài sản	15%	27%	18%	Tiền từ hoạt động TC	-93	108	-199
Nợ/Vốn sử dụng	20%	33%	22%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-228	-164	3
Khả năng thanh toán lãi vay	68,8	23,5	52,0	Tiền cuối năm	-228	8	11

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) EPS điều chỉnh dựa trên lợi nhuận chuẩn hóa, khấu trừ lợi nhuận bất thường và khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (5% LNST) theo thông tư 200.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Đắc Phú Thành, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145 Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
- Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

- Trương Hồng Lam, CV cao cấp, ext 139
- Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên ext 174

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130 Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
- Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Chu Lực Ninh, Chuyên viên ext 196

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.