

CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (DGC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND94.300	Giá mục tiêu VND103.200	Tỷ suất cổ tức 0,7%	Khuyến nghị Trung lập	Ngành Vật liệu cơ bản
------------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------	---------------------------------	---------------------------------

Ngày 08/09/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Trung lập
Triển vọng dài hạn:	Trung lập
Định giá:	Trung lập

Consensus*: Mua:4 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -10,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm giá mục tiêu 3,8%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	134.700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	52.938
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	242.981
Thị giá vốn (tỷ VND)	37.347
Free float (%)	47
P/E trượt (x)	14,6
P/B hiện tại (x)	5,78

Cơ cấu sở hữu

Đào Hữu Huyền	18,5%
Đào Hữu Kha	6,1%
Ngô Thị Ngọc Lan	6,8%
Khác	68,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Dõi theo siêu dự án Nhôm-Boxit

- Lợi nhuận (LN) ròng có thể đã đạt đỉnh vào Q2/22, chúng tôi dự phóng LN ròng trong nửa cuối 2022 sẽ giảm 22,9% so với 6T22.
- Chúng tôi tăng dự phóng LN ròng năm 2022/23 lên 32,7%/10,7% để phản ánh KQKD trong 6T22 cao hơn kỳ vọng.
- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu 103.200đ/cp.

Kết quả kinh doanh Q2/22 ấn tượng

DGC ghi nhận KQKD Q2/22 ấn tượng với doanh thu (DT) đạt 4.002 tỷ đồng (+96,3% svck) nhờ: (1) giá bán bình quân photpho vàng tăng 125% svck, (2) DT từ phân bón phát tăng 49% svck nhờ thiếu hụt nguồn cung trong nước do Trung Quốc hạn chế xuất khẩu phân bón. Biên LN gộp Q2/22 đạt 53,1% (+28,8 điểm %) chủ yếu nhờ tăng giá bán trung bình và tiết kiệm chi phí từ mỏ quặng apatit của DGC. Vì vậy, LN ròng của DGC trong Q2/22 đạt 1.336 tỷ đồng (+314,9% svck). Trong 6T/22, doanh thu của DGC tăng 91,6% svck lên 7.637 tỷ đồng và LN ròng tăng 414,9% svck lên 3.120 tỷ đồng, hoàn thành 53,8%/74,9% dự phóng năm 2022. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LN ròng năm 2022/23 lên 32,7%/10,7% do KQKD 6T22 cao hơn kỳ vọng.

LN ròng của DGC có thể đã đạt đỉnh vào Q2/22

Giá photpho đã giảm gần 15% từ mức đỉnh 7.200 USD/tấn tại tháng 5/2022 do các nhà sản xuất photpho ở đông bắc Trung Quốc đã hoạt động trở lại sau Covid-19. Chúng tôi kỳ vọng giá photpho sẽ ổn định trong khoảng 5.500-5.700 USD/tấn trong nửa cuối năm 2022 do nguồn cung quặng apatit từ Tunisia tăng mạnh (45% svck). Mặt khác, chúng tôi tin rằng giá photpho khó có thể giảm hơn nữa vì sản lượng của Trung Quốc bị thu hẹp do chính sách về môi trường của chính phủ nghiêm ngặt hơn. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng mức biên LN gộp thấp hơn là 40,4% trong 6 tháng cuối năm 2022, dẫn đến tốc độ tăng trưởng LN ròng giảm tốc trong nửa cuối năm (-22,9% so với 6T22).

Các dự án mới là động lực tăng trưởng trong dài hạn

Chúng tôi nhận thấy động lực tăng giá trong ngắn hạn cho DGC đang giảm dần sau khi giá photpho đi xuống. Chúng tôi cho rằng LN ròng năm 2023 sẽ giảm 28,3% svck khi đã tăng trưởng mạnh trong 2022. Để đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn, DGC đặt mục tiêu đầu tư vào hai dự án sản xuất lớn là Chlor-alkali-vinyl (CAV) và boxit nhôm với tổng vốn đầu tư 1,5 tỷ USD. Dự án CAV sẽ đi vào hoạt động kể từ Q4/24 và có khả năng đóng góp đến 20% doanh thu năm 2025. Giai đoạn đầu dự án nhôm có thể bắt đầu sản xuất từ 2025, chúng tôi chưa phản ánh dự án này trong dự phóng do cần thêm thông tin.

Hạ khuyến nghị xuống Trung lập do định giá đang ở mức hợp lý

Giảm giá mục tiêu xuống 3,8% cho nửa cuối 2022 với P/E mục tiêu là 8,0 lần và áp dụng EPS trung bình giai đoạn 2022-23. Tiềm năng tăng giá là hạn hán kéo dài hơn dự kiến ở Trung Quốc. Rủi ro giảm giá là rủi ro về thuế xuất khẩu của photpho có thể gây áp lực lên kết quả kinh doanh của DGC.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.236	9.567	15.669	13.799
Tăng trưởng DT thuần	22,5%	53,4%	63,8%	(11,9%)
Biên lợi nhuận gộp	23,7%	33,4%	44,4%	36,8%
Biên EBITDA	13,1%	25,7%	38,3%	29,7%
LN ròng (tỷ)	907	2.405	5.525	3.962
Tăng trưởng LN ròng	60,0%	165,3%	129,7%	(28,3%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	65,9%	167,0%	129,7%	(28,3%)
EPS cơ bản	2.443	6.480	14.883	10.674
EPS điều chỉnh	2.233	6.293	14.382	10.315
BVPS	10.536	16.306	30.126	38.445
ROAE	25,1%	48,3%	64,1%	31,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DÕI THEO SIÊU DỰ ÁN NHÔM-BOXIT

KQKD ấn tượng trong Q2/22 nhờ giá bán trung bình tăng

Hình 1: So sánh KQKD Q2/22

Tỷ đồng	Q2/21	Q2/22	svck (%)	6T21	6T22	svck (%)	Hoàn thành (%) dự phóng	Chú thích
Doanh Thu	2.039	4.002	96,3%	3.988	7.637	91,5%	53,8%	
<i>Photpho và dẫn xuất</i>	1.099	2.601	136,7%	2.116	5.117	141,8%	56,9%	Giá trung bình của photpho vàng đạt 6.800 USD/tấn (+125% svck) trong Q2/22 do 1) thiếu hụt nguồn cung đá phosphat của Trung Quốc - nguyên liệu đầu vào chính của các sản phẩm photpho, 2) xung đột Ukraine - Nga và 3) nhu cầu tăng cao với ngành công nghiệp pin lithium.
<i>Phân bón photphat</i>	940	1.401	49,0%	1.638	2.520	53,9%	50%	Doanh thu phân bón photphat tăng 49% svck trong Q2/22 chủ yếu do (1) nhu cầu phân bón tăng cao cả trong nước và toàn cầu và (2) hạn chế xuất khẩu của Trung Quốc và Nga - những nguồn phân bón nhập khẩu chính cho Việt Nam và Ấn Độ
LN gộp	495	2.125	329,3%	926	3.832	313,8%	68,4%	
Biên LN gộp	24,3%	53,1%	+28,8 điểm %	23,2%	50,2%	+26,9 điểm %		Biên LN gộp đã tăng 26,9 điểm % nhờ giá bán cao hơn và tiết kiệm chi phí từ mỏ quặng apatit đầu tiên của DGC đã bù đắp một phần bởi giá nguyên liệu đầu vào, lưu huỳnh, than cốc và amoniac tăng cao.
Chi phí bán hàng	(122)	(174)	42,6%	(237)	(322)	35,9%	40,3%	
Chi phí QLDN	(29)	(17)	-41,4%	(57)	(59)	3,5%	31,9%	Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 41,4% svck do DGC cắt giảm chi phí nhân công ở các mảng kinh doanh khác như bột giặt và axit photphoric nhiệt (TPA).
LN trước thuế	354	1.996	463,8%	664	3.583	439,6%	77,4%	
LN ròng	322	1.336	314,9%	606	3.120	414,9%	74,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

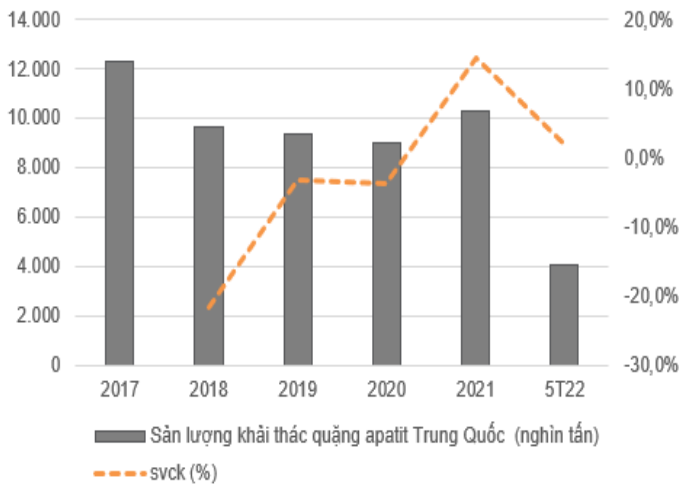
Lợi nhuận ròng của DGC có thể đã đạt đỉnh trong Q2/22

Giá photpho khó có thể giảm sâu trong 6 tháng cuối năm 2022 do thiếu nguồn cung quặng apatit

Giá photpho đã giảm gần 15% từ mức đỉnh 7.200 USD/tấn trong tháng 5/2022 do các nhà sản xuất photpho ở Đông Bắc Trung Quốc đã hoạt động trở lại sau Covid-19. Chúng tôi dự báo giá photpho sẽ duy trì ở mức 5.500-5.700 USD/tấn trong nửa cuối năm do sản lượng của Trung Quốc bị thu hẹp do chính sách môi trường nghiêm ngặt hơn của chính phủ và thiếu hụt nguồn cung apatit. Theo Zhang Xiaorong, sau nhiều năm khai thác, nguồn cung quặng apatit ở Trung Quốc đã giảm đáng kể. Ngoài ra, chính phủ Trung Quốc tiếp tục thắt chặt các yêu cầu khai thác đá photphat do lo ngại về vấn đề bảo vệ môi trường. Với sự thiếu hụt nguồn cung đá photphat, hai tỉnh khai thác photphat lớn nhất của Trung Quốc bao gồm Quý Châu và Hồ Bắc đã bị hạn chế xuất khẩu trong nửa cuối năm 2022. Theo CRU Group, Trung Quốc đã ban hành hạn ngạch xuất khẩu 3 triệu tấn apatit trong 6 tháng cuối năm (-40% so với 6T22).

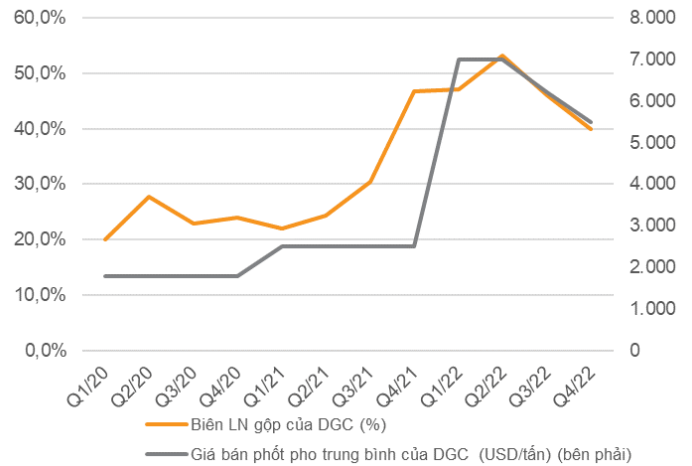
Chúng tôi cho rằng giá photpho sẽ không tăng mạnh trở lại trong nửa cuối năm 2022 do sự thiếu hụt quặng apatit sẽ được bù đắp một phần nhờ sự gia tăng xuất khẩu quặng apatit của Tunisia trong nửa cuối 2022. Theo Reuters, công ty Gasfa Phosphate ở Tunisia đặt mục tiêu sản xuất 3,3 triệu tấn quặng apatit trong nửa cuối năm (+45,4% so với 6T22) để đáp ứng nhu cầu thị trường cao. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng DGC sẽ đạt mức biên LN gộp thấp hơn là 40,4% trong 6 tháng cuối năm, dẫn đến LN ròng sụt giảm trong nửa cuối năm 2022 (-22,9% so với 6T22).

Hình 2: Theo Zhang Xiaorong, sau nhiều năm khai thác nguồn cung quặng apatit ở Trung Quốc đã giảm đáng kể



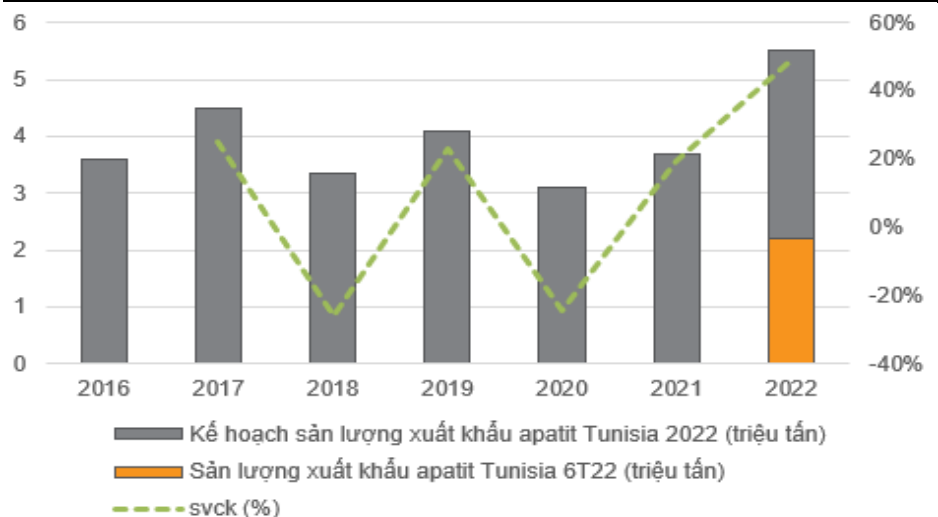
Nguồn: Askci, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Chúng tôi dự phóng biên LN gộp của DGC đạt 44,4% trong năm 2022



Nguồn: Sunsir, DGC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Tunisia đặt mục tiêu sản xuất 5,5 triệu tấn quặng apatit vào năm 2022 (+48% svck)



Nguồn: Reuters, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự phóng DT mangan photpho và dẫn xuất trong năm 2023 sẽ giảm 20,1% svck sau đà tăng mạnh mẽ trong năm 2022 do 1) xung đột Nga - Ukraine sẽ hạ nhiệt vào năm 2023 và 2) Trung Quốc phê duyệt tăng công suất photpho thêm 356.000 tấn/năm cho giai đoạn 2023-2024 (so với 1,4 triệu tấn/năm trong hiện nay) do nhu cầu xe điện tăng cao tại Trung Quốc.

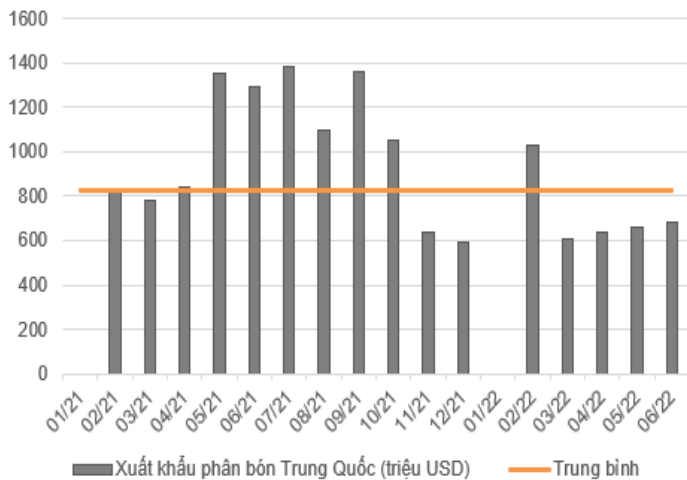
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ phân bón phốt phát sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong 6 tháng cuối năm

Trung Quốc đã đưa ra thông báo sẽ tiếp tục gia hạn các hạn chế về xuất khẩu phân bón cho đến cuối năm 2022. Các hạn chế được áp dụng lần đầu vào tháng 10/2021 vốn được ấn định sẽ hết hạn vào tháng 6/2022. Ban đầu, những hạn chế này đã dẫn đến việc sáu nhà sản xuất Trung Quốc có công suất 2,75 triệu tấn mỗi năm đã phải ngừng hoạt động vào tháng 12/2021 do nhu cầu về sản phẩm sụt giảm. Theo Argus media, Trung Quốc đã thông báo áp hạn ngạch cho tổng lượng phốt phát xuất khẩu xuống còn 3,16 triệu tấn trong nửa cuối năm 2022 (-40% svck). Argus ước tính 2,4 triệu tấn trong hạn ngạch đó sẽ là phốt phát diammonium (DAP) và 765.000 tấn còn lại sẽ là phốt phát monoammonium

(MAP). Argus dự báo giá trị xuất khẩu DAP và MAP trung bình hàng tháng của Trung Quốc vào năm 2022 sẽ giảm lần lượt 40%/46% so với giá trị xuất khẩu trung bình trong ba năm trước.

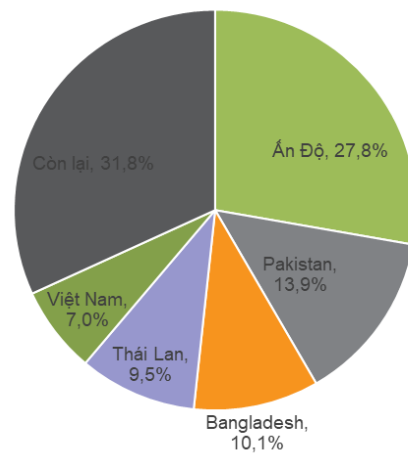
Ngoài ra, việc sụt giảm các lô hàng khí đốt từ Nga do xung đột với Ukraine đang gây thiệt hại cho các ngành công nghiệp tại châu Âu. Do đó, cuộc khủng hoảng phân bón tại đây ngày càng trầm trọng với hơn hai phần ba công suất sản xuất bị cắt do chi phí khí đốt tăng cao. Chúng tôi kỳ vọng việc hạn chế xuất khẩu phân bón tại Trung Quốc và giá khí đốt cao sẽ khiến giá DAP và MAP ở mức cao trong nửa cuối năm 2022 và 6T23. Chúng tôi cho rằng giá phân bón có thể giảm nhẹ trong nửa cuối năm 2023 khi mà nhu cầu từ thị trường EU hạ nhiệt. Chúng tôi tăng doanh thu từ phân bón phốt phát lên 4,9%/2,5% trong giai đoạn 2022-2023 so với báo cáo trước.

Hình 5: Giá trị xuất khẩu phân bón của Trung Quốc trong 6T22 giảm 40,3% svck (Đơn vị: triệu USD)



NGUỒN: GACC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Việt Nam chiếm 7% lượng phân bón xuất khẩu của Trung Quốc trong năm 2021

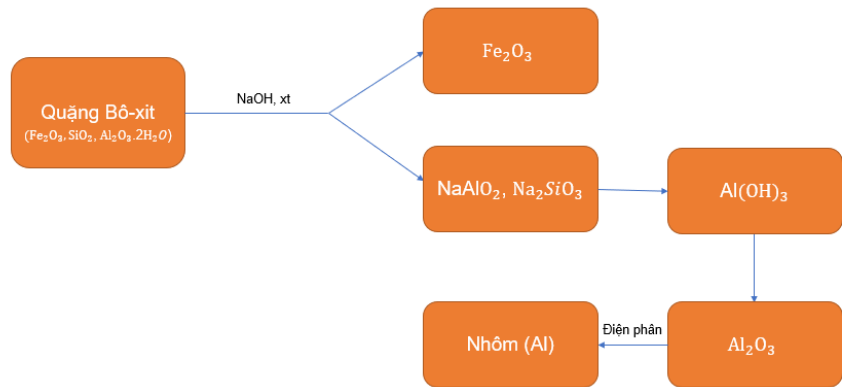


NGUỒN: GACC, VNDIRECT RESEARCH

Các dự án mới là động lực tăng trưởng trong dài hạn

DGC đang triển khai dự án khai thác quặng bô xít, chế biến bô xít thành nhôm (giai đoạn 1 và giai đoạn 2 trong 2025-2026) và chế biến nhôm thành nhôm (giai đoạn 3) tại tỉnh Đắk Nông. Vốn đầu tư theo kế hoạch có thể lên tới 1,6 tỷ USD - là dự án lớn nhất của DGC tính đến thời điểm hiện tại. Chủ tịch DGC ông Đào Hữu Huyền cho biết, dự án Khu liên hợp Nhôm - Đắk Nông có quy mô khai thác khoảng 14,4 triệu tấn quặng bô xít/năm và 3 nhà máy tuyển quặng công suất 5,8 triệu tấn quặng tinh/năm. Theo Giám đốc điều hành của DGC, với giá Al₂O₃ hiện tại, giai đoạn đầu của dự án có thể tạo ra doanh thu ngang bằng với mảng kinh doanh photpho hiện tại của DGC - 430 triệu USD.

Hình 7: Quy trình sản xuất nhôm bô-xít



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tại Đại hội đại biểu Đảng bộ tỉnh Đắk Nông lần thứ XII, lãnh đạo tỉnh Đắk Nông xác định sản xuất alumin và luyện nhôm là trụ cột trong chiến lược phát triển của tỉnh. Vì thế, tỉnh đã thu hút được nhiều doanh nghiệp lớn đầu tư vào lĩnh vực này. Trên thực tế, có bốn công ty tư nhân đang hoàn tất các thủ tục để chuẩn bị khai thác. Có thể kể đến như DGC, Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG) và hai tập đoàn - Sovico Group, là cổ đông sáng lập của HD Bank (HOSE: HDB) và VietJet Air (HOSE: VJC), và Việt Phương Group. Tương tự như DGC, các công ty này cũng đăng ký sản xuất cả Al₂O₃ và nhôm.

DGC sẽ thực hiện song song hai dự án CAV và nhôm-bô xít. Chúng tôi kỳ vọng các dự án mới có thể trở thành động lực tăng trưởng dài hạn của DGC trong giai đoạn 2025-28. Dự án CAV dự kiến sẽ bắt đầu đi vào hoạt động thương mại trong Q4/24 và có khả năng đóng góp 20% vào doanh thu trong năm 2025, còn giai đoạn đầu dự án sản xuất alumin của DGC có thể được triển khai vào năm 2025. Do dự án bauxite-nhôm vẫn đang ở giai đoạn đầu nên chúng tôi chưa đưa vào dự phóng và sẽ cung cấp thông tin chi tiết về triển vọng mảng nhôm trong các báo cáo tiếp theo.

Điều chỉnh dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2022-23

Chúng tôi thay đổi dự phóng về hoạt động kinh doanh của DGC như sau:

- Chúng tôi tăng doanh thu photpho và dẫn xuất giai đoạn 2022-23 lên 13,3%/0,4% so với dự báo trước đó do 1) kết quả 6T22 cao hơn kỳ vọng và 2) thiếu nguồn cung quặng apatit ở Trung Quốc.
- Chúng tôi tăng doanh thu từ phân bón phốt phát 4,9%/2,5% giai đoạn 2022-23 so với dự phóng trước đó chủ yếu do việc Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu phân bón và giá khí đốt cao.
- Chúng tôi tăng biên LN gộp giai đoạn 2022-23 thêm 5,0 điểm %/1,1 điểm % nhờ giá bán photpho cao hơn dự kiến và giảm chi phí nhờ mỏ quặng apatit đầu tiên của DGC.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LN ròng giai đoạn 2022-23 lên 32,7%/10,7%.

Hình 8: Những thay đổi trong dự phóng giai đoạn 2022-23 (tỷ VND)

Tỷ đồng	2021	2022		Thay đổi	2023		Thay đổi
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	
Giá bán trung bình photpho (triệu VND/tấn)	84	125	142	13,6%	90	90	0,0%
Doanh thu thuần	9.567	14.200	15.669	10,3%	13.633	13.799	1,2%
Photpho và dẫn xuất	5.190	9.177	10.398	13,3%	8.272	8.302	0,4%
Phân bón photphat	4.377	5.023	5.271	4,9%	5.361	5.497	2,5%
LN gộp	3.198	5589	6964	24,6%	4862	5076	4,4%
Biên LN gộp (%)	33,4%	39,4%	44,4%	+5,0 điểm %	35,7%	36,8%	+1,1 điểm %
Chi phí bán hàng	(503)	(880)	(783)	-11,0%	(845)	(690)	-18,3%
Chi phí QLDN	(137)	(185)	(157)	-15,3%	(177)	(138)	-22,0%
LN trước thuế	2.654	4627	6138	32,7%	3976	4403	10,7%
LN ròng	2.531	4.164	5.525	32,7%	3.579	3.962	10,7%
EPS	6.822	11.224	14.891	32,7%	9.647	10.680	10,7%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 103.200đ/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 103.200đ/cp do:

Chúng tôi điều chỉnh hạ định giá DCF xuống 3,7% dựa trên việc chuyển định giá sang giữa năm 2022 và EPS tăng 32,7% trong năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi cũng điều chỉnh tăng trưởng dài hạn lên 1,5% để phản ánh triển vọng của dự án CAV và dự án nhôm. Chúng tôi hạ định giá P/E xuống 3,9% sau khi áp dụng EPS trung bình giai đoạn 2022-23. Ngoài ra, chúng tôi hạ P/E mục tiêu xuống 8,0 lần vì chúng tôi cho rằng Q2/22 có thể là đỉnh LN của DGC trong 2022-24.

Hình 9: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	104.199	50%	52.100
P/E	102.283	50%	51.142
Trung bình (VND)			103.241
Giá mục tiêu 2022 (Làm tròn)			103.200

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	22.457
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	13.308
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	35.765
Nợ ròng (tỷ đồng)	2.914
Giá trị vốn (tỷ đồng)	38.679
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	371
Giá trị vốn/CP (VND)	104.199

WACC	13,43%
Chi phí vốn	16,75%
Tăng trưởng dài hạn	1,50%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Vốn hóa		P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm		P/B (x)		EV/EBITDA		ROE (%)	
				USD	Triệu	Trượt	2022	CAGR	Hiện tại	2022	Trượt	2022	Trượt	2022		
Hubei Xingfa Chemicals Group Co Ltd	600141	CH	na	na	7.834	6,6	7,1	161,8	2,3	1,8	6,2	5,9	50,4	32,6		
Yunnan Yuntianhua Co Ltd	600096	CH	na	na	10.230	8,6	7,8	507,2	3,0	2,2	6,9	6,6	51,4	38,9		
Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	000422	CH	na	na	3.738	7,8	6,6	634,9	3,2	1,4	5,4	2,3	86,2	35,3		
Hongda Xingye Co Ltd	002002	CH	na	na	2.661	38,4	na	15,0	na	na	na	na	4,3	na		
Anhui Sierte Fertilizer Industry Ltd Co	002538	CH	na	na	1.039	12,1	10,1	33,4	1,5	1,4	8,7	5,7	11,6	15,6		
Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co Ltd	300505	CH	na	na	896	15,5	10,9	104,1	3,2	2,5	na	na	19,4	20,0		
China General Plastics Corp	1305	TT	na	na	3.257	17,3	11,3	42,0	1,9	1,6	10,8	6,9	14,2	16,9		
CTCP Đạm Phú Mỹ	DPM	VN	na	na	497	9,0	14,8	152,9	1,5	1,4	1,6	1,7	51,6	40,0		
CTCP Đạm Cà Mau	DCM	VN	na	na	532	7,6	6,0	80,0	na	na	2,3	2,5	44,7	38,3		
Trung bình								15,2	9,3	214,0	2,5	1,8	7,6	5,5	33,9	26,6
Trung vị								12,1	8,9	104,1	2,6	1,7	6,9	5,9	19,4	26,3
CTCP Hóa Chất Đức Giang	DGC	VN	Trung lập	103.200	1319	14,6	6,3	141,2	5,7	3,2	5,4	5,2	73,0	64,1		

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 12: Định giá theo phương pháp so sánh (P/E)

Phương pháp định giá	
Dự phóng LN ròng 2022 (tỷ đồng)	5.525
Dự phóng LN ròng 2023 (tỷ đồng)	3.962
Số cổ phiếu đang lưu hành 2022	371.000.000
EPS 2022 (VND/cp)	14.891
EPS 2023 (VND/cp)	10.680
Trung bình EPS 2022-23 (VND/cp)	12.785
P/E mục tiêu	8,0
Giá mục tiêu (VND/cp)	102.283

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

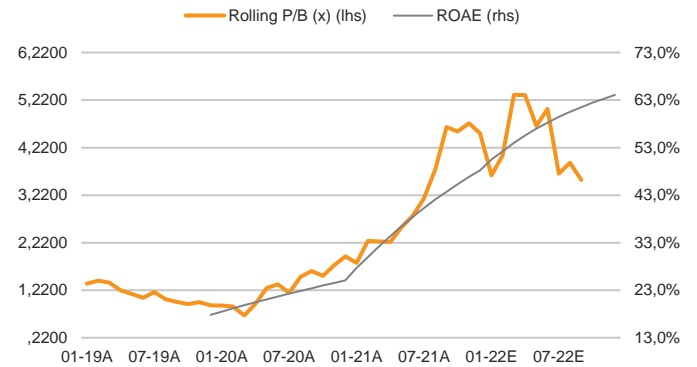
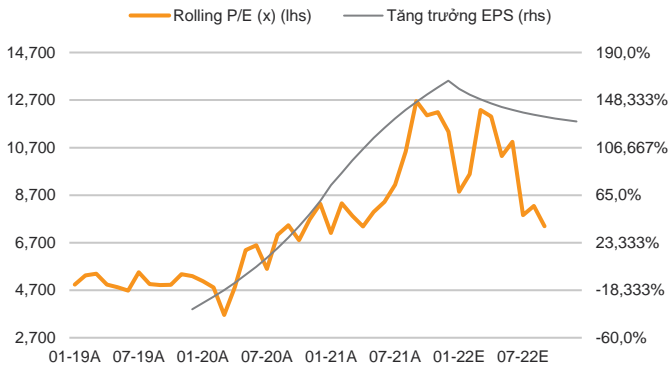
Chúng tôi hạ khuyến nghị DGC xuống Trung lập do định giá hiện tại đang ở mức hợp lý

Giá cổ phiếu DGC đã tăng 28,8% kể từ đầu năm 2022, dẫn đến P/E trượt là 14,4 lần. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu sẽ phản ánh triển vọng tươi sáng trong năm 2022. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm giá bán photpho của DGC sẽ giảm vào năm 2023. Thứ nhất, trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ xe điện bùng nổ và nguồn cung thiếu hụt, Trung Quốc đã phê duyệt công suất photpho thêm 356.000 tấn/năm cho giai đoạn 2023-24 (so với 1,4 triệu tấn/năm hiện tại), theo China Financial Associated Press. Thứ hai, giá phân bón cao kỷ lục hiện nay có thể làm giảm nhu cầu trong 6 tháng cuối năm.

Rủi ro đầu tư

Tiềm năng tăng giá đến từ việc giá photpho vàng có xu hướng tăng đến năm 2023 do 1) Trung Quốc có thể tiếp tục thắt chặt việc sản xuất các sản phẩm gây ô nhiễm môi trường và 2) hạn hán kéo dài hơn dự kiến ở Trung Quốc. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá bán photpho điều chỉnh mạnh hơn dự kiến, 2) rủi ro về thuế xuất khẩu của photpho cộng với tăng giá nguyên liệu đầu vào (lưu huỳnh, than cốc) có thể gây áp lực lên tỷ suất LN gộp của DGC.

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	9.567	15.669	13.799
Giá vốn hàng bán	(6.369)	(8.704)	(8.723)
Chi phí quản lý DN	(137)	(157)	(138)
Chi phí bán hàng	(503)	(783)	(690)
LN hoạt động thuần	2.559	6.024	4.248
EBITDA thuần	2.345	5.823	3.884
Chi phí khấu hao	213	202	364
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.559	6.024	4.248
Thu nhập lãi	171	205	246
Chi phí tài chính	(68)	(122)	(119)
Thu nhập ròng khác	(7)	31	28
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	2.654	6.138	4.403
Thuế	(123)	(325)	(233)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(126)	(289)	(207)
LN ròng	2.405	5.525	3.962
Thu nhập trên vốn	2.405	5.525	3.962
Cổ tức phổ thông	(237)	(302)	(355)
LN giữ lại	2.169	5.223	3.607

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	124	223	373
Đầu tư ngắn hạn	3.632	3.087	3.025
Các khoản phải thu ngắn hạn	781	1.891	1.665
Hàng tồn kho	1.208	1.812	2.174
Các tài sản ngắn hạn khác	81	185	163
Tổng tài sản ngắn hạn	5.825	7.198	7.400
Tài sản cố định	2.145	7.087	9.356
Tổng đầu tư	0	0	510
Tài sản dài hạn khác	368	496	552
Tổng tài sản	8.339	14.781	17.818
Vay & nợ ngắn hạn	842	1.567	1.380
Phải trả người bán	505	174	174
Nợ ngắn hạn khác	659	727	757
Tổng nợ ngắn hạn	2.006	2.468	2.311
Vay & nợ dài hạn	0	600	740
Các khoản phải trả khác		157	0
Vốn điều lệ và	1.711	1.711	1.711
LN giữ lại	2.923	7.953	11.206
Vốn chủ sở hữu	6.053	11.183	14.271
Lợi ích cổ đông thiểu số	280	373	496
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.339	14.781	17.818

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	2.654	6.138	4.403
Khấu hao	202	364	650
Thuế đã nộp	(123)	(325)	(233)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
Thay đổi VLD	(136)	(1.394)	(255)
LC tiền thuần HKĐK	2.597	4.783	4.564
Đầu tư TSCĐ	(217)	(4.678)	(3.178)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	49	205	46
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(2.039)	733	(1.042)
LC tiền từ HĐĐT	(2.207)	(3.740)	(4.174)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(301)	(296)	(147)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(11)	(346)	305
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(237)	(302)	(355)
LC tiền thuần HĐTC	(548)	(944)	(196)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	282	124	223
LC tiền thuần trong năm	(158)	99	194
Tiền & tương đương tiền cuối kì	124	223	417

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	25,1%	35,3%	28,7%
Vòng quay TS	1,35	1,36	0,85
ROAA	33,8%	47,8%	24,3%
Đòn bẩy tài chính	1,43	1,34	1,28
ROAE	48,3%	64,1%	31,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	24,0	39,9	39,9
Số ngày nắm giữ HTK	69,2	76,0	91,0
Số ngày phải trả tiền bán	28,9	7,3	7,3
Vòng quay TSCĐ	4,39	3,39	1,68
ROIC	33,5%	40,3%	23,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,9	2,9	3,2
Khả năng thanh toán nhanh	2,3	2,2	2,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,9	1,3	1,5
Vòng quay tiền	64,3	108,6	123,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	53,4%	63,8%	(11,9%)
Tăng trưởng LN từ HKĐK	159,3%	135,5%	(29,5%)
Tăng trưởng LN ròng	165,3%	129,7%	(28,3%)
Tăng trưởng EPS	165,3%	129,7%	(28,3%)

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Hào – Chuyên viên Phân tích

Email: hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>