

## BSC RESEARCH

### Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Bảo Hoàng Lê**  
lenbh@bsc.com.vn

Tel: +84 4 3935 2722, ext 108

## Ảnh hưởng bất lợi từ chính sách thuế GTGT

Cổ phiếu DGC tại ngày 11/11/2016 đang giao dịch ở mức giá 43,700 VND/cp, tương ứng với P/E trailing là 7.7x, tương đương với mức trung bình ngành.

Lợi nhuận suy giảm trong quý 3, là yếu tố bất ngờ đối với các nhà đầu tư. DGC ghi nhận 636.9 tỷ đồng doanh thu (+13.4% yoy) và 84.8 tỷ đồng LNTT (-46% yoy). Công ty chịu ảnh hưởng (1) việc thay đổi chính sách thuế giá trị gia tăng cho mặt hàng trọng yếu là phốt pho vàng, làm tăng chi phí thuế liên quan lên xấp xỉ 20 tỷ đồng trong quý 3, và (2) hoạt động kinh doanh của công ty liên kết LFC gặp khó khăn

Các kế hoạch dài hạn được đẩy mạnh, bao gồm (1) việc hợp nhất tất cả các công ty (2) Dự án nhiệt điện vào nửa đầu 2017 (3) hoàn thành những thủ tục giấy tờ liên quan đến mỏ apatit và (4) dự án bất động sản vẫn duy trì kế hoạch khởi công năm 2017. Các dự án dài hạn có tính khả thi cao và sẽ cải thiện đáng kể kết quả kinh doanh cũng như tình hình quản trị doanh nghiệp của DGC trong dài hạn.

BSC điều chỉnh ước tính LNST 2016 về 343 tỷ đồng (-3% yoy), sau khi điều chỉnh các yếu tố về thuế và kết quả kinh doanh không như kỳ vọng của LFC. Mức lợi nhuận ước tính tương ứng với EPS 2016 đạt 6,197 VND/cp.

Chúng tôi điều chỉnh giá khuyến nghị Trung và dài hạn của DGC là 50,500 VND/cp (upside 16%). Sự điều chỉnh giá xuống phản ánh mức giảm do ảnh hưởng của thuế, tuy nhiên chúng tôi duy trì dự định về các thể mạnh của doanh nghiệp, cũng như tiềm năng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp. Chúng tôi lưu ý việc hợp nhất doanh nghiệp sẽ dẫn đến thay đổi lớn trong cơ cấu vốn và kết quả kinh doanh hợp nhất của DGC từ 2017.

## Kết quả kinh doanh quý 3 suy giảm

**Kết quả kinh doanh giảm mạnh trong quý 3:** Trong quý 3, DGC ghi nhận 636.9 tỷ đồng doanh thu (+13.4% yoy) và 84.8 tỷ đồng LNTT (-46% yoy). Với kết quả này, trong 9 tháng đầu năm 2015, công ty đạt 1,825 tỷ doanh thu (+0.5 %) và 274.5 tỷ đồng LNTT (-24.8% yoy). Lợi nhuận giảm sút do ảnh hưởng từ thuế giá trị gia tăng, và hoạt động kinh doanh của LFC gặp khó.

**Thay đổi chính sách thuế làm lợi nhuận đóng góp từ DGL sụt giảm.** Trong quý 3/2016, DGL ghi nhận 35.8 tỷ LNST, giảm 43% yoy. Chính sách thuế áp dụng từ 1/7/2016<sup>1</sup> đã chuyển phốt pho vàng từ mặt hàng chịu thuế 0% sang mặt hàng không chịu thuế, khiến doanh nghiệp không được hoàn thuế VAT của các nguyên vật liệu đầu vào: quặng apatit (5%); điện (10%); than (10%). Mức thuế gia tăng đã làm biên lợi nhuận gộp của DGL giảm mạnh về 12% trong Q3/2016, so với mức 17% cùng kỳ năm ngoái. Nếu loại trừ yếu tố chính sách thuế, doanh nghiệp ước đạt 57.8 tỷ lợi nhuận trước thuế trong quý 3, giảm 15% so với cùng kỳ.

**Ảnh hưởng từ công ty liên kết là CTCP Hóa chất Phân bón Lào Cai (LFC),** với mức đóng góp 23.4 tỷ đồng trong Q3/2016, giảm 40.3% so với cùng kỳ. Doanh nghiệp chia sẻ sự sụt giảm này chủ yếu là do ảnh hưởng của việc giá bán xuống thấp trong quý 3, làm biên ròng co hẹp từ mức 21% cùng kỳ xuống còn 14%. Chúng tôi lưu ý rằng LFC sản xuất H3PO4 từ apatit, và chủ yếu xuất khẩu, có khả năng cũng chịu ảnh hưởng bởi chính sách thuế mới từ 1/7/2016. Hiện nay, doanh nghiệp đang liên hệ với tổng cục thuế để xác định chính sách thuế phù hợp, và các ảnh hưởng nếu có sẽ được hạch toán trong quý 4.

## Các kế hoạch dài hạn đang được đẩy mạnh

---

1

[http://www.gdt.gov.vn/wps/wcm/connect/gdt+content/sa\\_gdt/sa\\_news/sa\\_news\\_tax/2016-05/0897c353-58e8-4485-9ec9-c084e1f20c6a](http://www.gdt.gov.vn/wps/wcm/connect/gdt+content/sa_gdt/sa_news/sa_news_tax/2016-05/0897c353-58e8-4485-9ec9-c084e1f20c6a)

- Doanh nghiệp cho biết trữ lượng ước tính của mỏ apatit vào khoảng 3.2 triệu tấn, tương đương với nguồn cung của 5-6 năm tại mức sản xuất hiện tại. Công ty hiện đang hoàn thành các bước thủ tục pháp lý, và sẽ tiến hành khai thác quặng apatit ngay khi hoàn thành, dự kiến trong Q4/2016 với mức kế hoạch khoảng 50 ngàn tấn trong năm 2016.
- Nhà máy nhiệt điện 100MW, dự kiến bắt đầu xây dựng vào nửa đầu 2017, thông qua công ty con là DGL. Công ty DGL dự kiến sẽ tăng vốn, cùng với nợ vay đã được thông qua từ VCB để bổ sung tổng nguồn vốn đầu tư 1,700 – 1,800 tỷ đồng cho dự án.
- Doanh nghiệp vẫn duy trì định hướng là khởi công dự án Bất động sản trong năm 2017.
- Công ty đang thúc tiến nhanh các phương án hợp nhất. Ngày 26/10/2016, DGC đã có nghị quyết thông qua việc sát nhập LFC và Bảo Thắng vào DGL<sup>2</sup>; và ngày 1/11/2016, công ty có nghị quyết sát nhập DGL vào DGC. Thời gian sát nhập là sau đại hội cổ đông DGC và phương thức sát nhập sẽ do HĐQT quyết định vào thời điểm đó.

## BSC điều chỉnh mức giá khuyến nghị về 50,500 VND/cp cho cổ phiếu DGC

- Ảnh hưởng của việc thay đổi về thuế là bất lợi lớn cho doanh nghiệp, tương tự như tình trạng của các doanh nghiệp phân bón hiện nay, trực tiếp làm giảm lợi nhuận gộp, đặc biệt trong bối cảnh biên gộp đang có xu hướng co hẹp. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý đây là yếu tố bất lợi chung cho cả ngành, và các doanh nghiệp sản xuất phốt pho vàng khác cũng chịu mức ảnh hưởng tương tự.
- Tình hình kinh doanh của công ty liên kết LFC gặp khó khăn, dưới ảnh hưởng của việc giá bán giảm sâu theo thị trường. Do LFC không niêm yết và không được công bố các số liệu tài chính cụ thể, và sản phẩm H3PO4 của doanh nghiệp không có niêm yết giá bán, nên việc dự báo diễn biến hoạt động của doanh nghiệp này khá khó khăn. Chia sẻ từ doanh nghiệp, xu hướng giá bán giảm sẽ được duy trì trong trung hạn, mặc dù sản lượng tiêu thụ được kỳ vọng

<sup>2</sup> <http://www.ducgianglaocai.vn/chi-tiet-tin/nghi-quyet-thong-qua-chu-truong-sap-nhap-cong-ty-lfc-va-btc.html>

tăng tốt. Theo đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận đóng góp từ LFC trong Q4/2016 là tương đương với mức đóng góp quý 3, khoảng 70 tỷ đồng (-33% yoy).

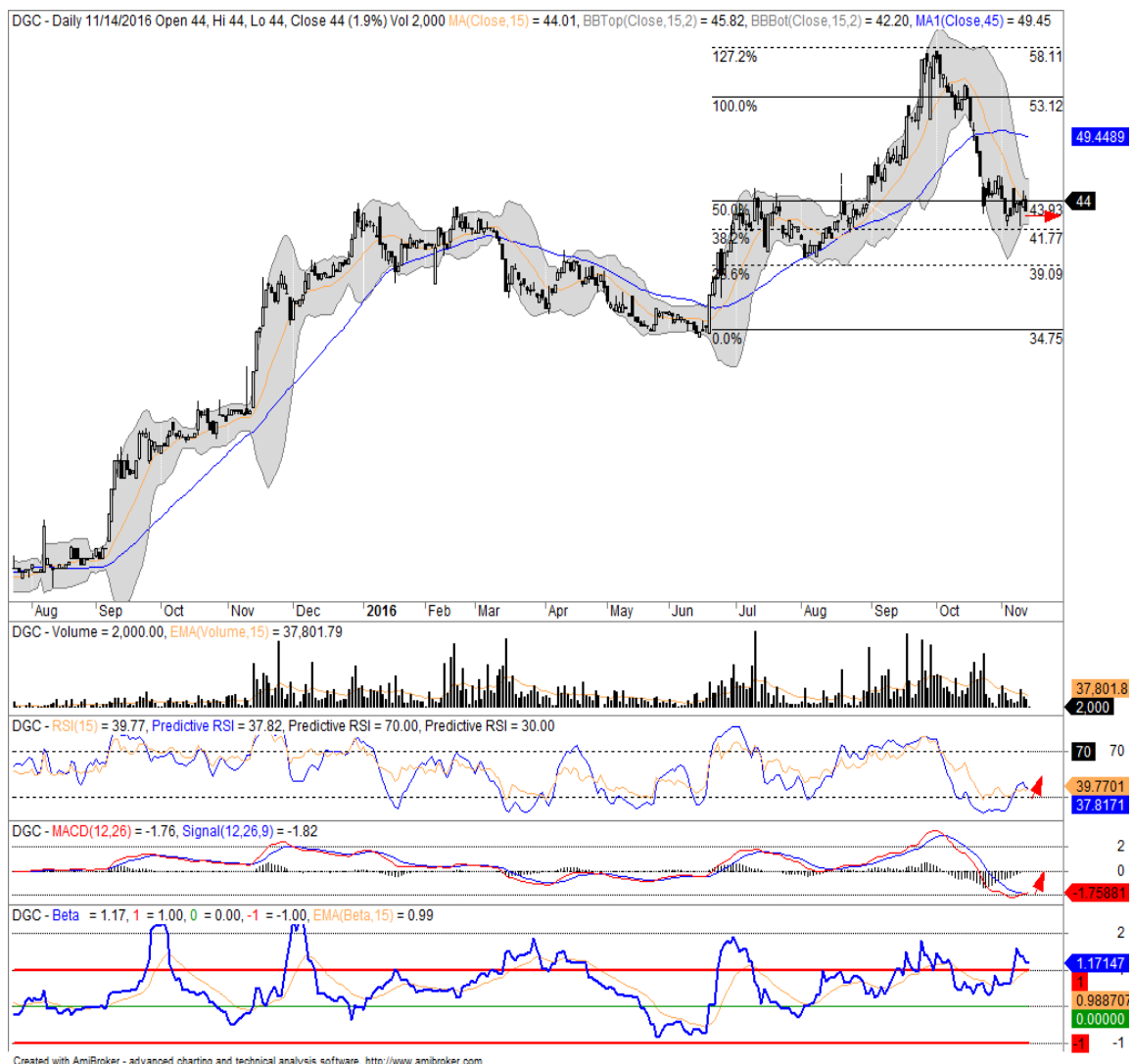
- Chúng tôi đánh giá việc doanh nghiệp đẩy nhanh tiến trình hợp nhất là yếu tố quan trọng cho tăng trưởng trung hạn của DGC. Việc hợp nhất tất cả các công ty liên kết và công ty con sẽ giúp xóa bỏ sở hữu chéo, và minh bạch kết quả kinh doanh của DGC, qua đó sẽ hỗ trợ cho nhu cầu tăng vốn của DGC cho các hoạt động đầu tư sắp tới. Chúng tôi lưu ý rằng tỷ lệ hợp nhất cụ thể sẽ ảnh hưởng lớn đến lợi ích cổ đông của từng công ty (DGC, DGL, LFC và Bảo Thắng).
- Chúng tôi đánh giá cao tính khả thi và tác động tích cực mang lại từ dự án nhà máy nhiệt điện 100MW. Với chi phí điện chiếm tới 40% chi phí giá thành sản xuất phốt pho, cùng với việc thuế giá trị gia tăng (10% cho điện) sẽ không còn được khấu trừ, việc có khả năng tự sản xuất điện sẽ là lợi thế lớn giúp cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp cho mảng kinh doanh mũi nhọn này.
- BSC ước tính LNST trong quý 4 sẽ vào khoảng 84.2 tỷ đồng, giảm nhẹ 2% so với Q4/2015, do việc các nhà máy của Bảo Thắng đi vào sản xuất ổn định sẽ bù trừ một phần chi phí thuế phát sinh liên quan đến thay đổi thuế VAT. Theo đó, LNST cả năm 2016 ước tính ở mức 343 tỷ đồng (-3% yoy), tương ứng với EPS 2016 đạt 6,136 VND/cp. Cổ phiếu DGC tại ngày 11/11/2016 đang giao dịch ở mức giá 43,700 VND/cp, tương ứng với P/E forward là 7.0x.
- Chúng tôi điều chỉnh giá khuyến nghị Trung và dài hạn của DGC là 50,500 VND/cp (upside 16%). Sự điều chỉnh giá xuống phản ánh mức giảm do ảnh hưởng của thuế, tuy nhiên chúng tôi duy trì duy trì nhận định về các thế mạnh của doanh nghiệp, cũng như tiềm năng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp.

### Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Thiết lập vùng giá tích lũy thấp sau đợt điều chỉnh mạnh suốt 1 tháng (hỗ trợ 42- kháng cự 44), trung hạn (hỗ trợ 39) và dài hạn (hỗ trợ 35)
- Chỉ báo xu hướng MACD có dấu hiệu hồi phục tích cực hơn, RSI: tăng trở lại khi chạm vùng quá bán
- Thanh khoản: thấp dưới 40.000 CP/phiên.

**Nhận định:** DGC đang có dấu hiệu thiết lập một mặt bằng giá mới quanh vùng 44 sau đợt giảm sâu 1 tháng trước đó từ đỉnh giá 58 ( tương ứng điều chỉnh hơn 24%), các tín hiệu kỹ thuật cũng trở nên tích cực hơn tuy nhiên thanh khoản tương đối thấp và giảm sút so với 2 tháng trước đó. Giá cổ phiếu DGC hiện tại chưa thể vượt qua sợi dây trung bình ngắn hạn và trung hạn MA(15), MA(45) cho thấy xu hướng tăng trong ngắn hạn và trung hạn vẫn chưa được rõ nét.

**Khuyến nghị:** Nhà đầu tư có thể tham gia cổ phiếu DGC khi có sự thu hẹp giữa giá thực tế và giá trung bình ngắn hạn và trung hạn. Một đợt điều chỉnh sâu rộng rãi cần thiết thiết lập một mặt bằng giá ổn định hơn và thanh khoản cũng cần cải thiện trở lại. Có thể tham gia thị trường ở những đợt điều chỉnh xuống gần ngưỡng 42 và kỳ vọng khôi phục giá tại vùng 44. Nhà đầu tư trung hạn chưa thực hiện tham gia cổ phiếu DGC trong giai đoạn này.



## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.



## **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84 4 3935 2722

Fax: +84 4 2220 0669

## **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84 8 3821 8885

Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: BSCV <GO>**