

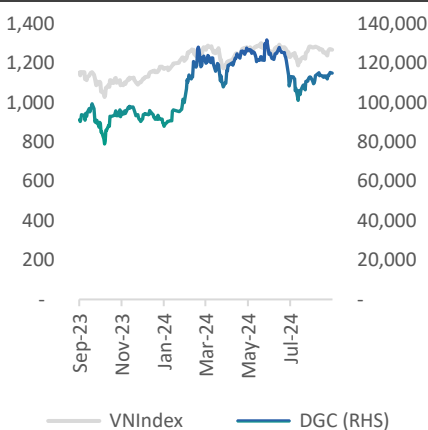
## KHUYẾN NGHỊ NĂM GIỮ CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG - CTCP (HSX: DGC) NGHI SƠN – TIẾN BƯỚC VƯƠN XA

Giá hiện tại:	115,500	Ngày viết báo cáo:	30/09/2024	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước:	147,100	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	380	Đào Hữu Huyền	18.4%
Giá mục tiêu mới:	130,500	Vốn hóa (tỷ VND)	43,675	Nhóm cổ đông VEIL	7.0%
Tỷ suất cổ tức	3%	Thanh khoản BQ 30n (Triệu):	1.28	Ngô Thị Ngọc Lan	6.6%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>15%</b>	Sở hữu nước ngoài	18.1%	Đào Hữu Kha	6.0%

### Bộ phận Research:

Lưu Thuý Linh  
(Phân bón – Hoá chất, Dầu khí)  
[linhlt2@bsc.com.vn](mailto:linhlt2@bsc.com.vn)

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



### QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu **DGC** và điều chỉnh giảm giá mục tiêu 2025F về **130,500 VND/CP** (Upside 15% so với giá đóng cửa ngày 30/09/2024, đã bao gồm 3% cổ tức), tương ứng giảm -13% so với giá mục tiêu trước đó chủ yếu do điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận 2025F do: (i) Lùi dự án Nghi Sơn – Đức Giang từ 2025F sang 2026F và (ii) Giảm dự phóng lợi nhuận do nhu cầu hoá chất phục hồi chậm hơn dự phóng;

Giá mục tiêu dựa trên P/E mục tiêu 2025F = 12.x tương đương mức trung vị 5 năm với EPS fw 2025F = 10,043 VND; EPS 2024F fw = 8,753 VND tương ứng P/E 2024F = 14.9x.

### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt **10,338 tỷ VND (+6% YoY)** và **3,324 tỷ VND (+7% YoY)** dựa trên các giả định

- (1) Doanh thu P4 vàng tăng +13% YoY trong đó: sản lượng tiêu thụ tăng +20% bù đắp ASP giảm -6% YoY;
- (2) Doanh thu axit Phosphoric giảm -38% YoY chủ yếu do sản lượng kinh doanh axit giảm để chuyển đổi sang kinh doanh phân bón;
- (3) Doanh thu phân bón DAP và MAP tăng +114% YoY nhờ: ASP tăng 7% YoY và sản lượng tăng +100% YoY

Năm 2025, BSC dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt **11,662 tỷ VND (+13% YoY)** và **3,814 tỷ VND (+15% YoY)** dựa trên các giả định:

- (1) Doanh thu P4 vàng tăng +10% YoY nhờ: ASP và sản lượng lần lượt tăng +5% YoY;
- (2) Doanh thu axit Phosphoric tăng +11% YoY nhờ: giả định doanh thu WPA/H3PO4 tăng +24% YoY/8% YoY;
- (3) Doanh thu phân bón DAP và MAP tăng +8% YoY nhờ: ASP tăng 3% YoY và sản lượng tăng +5%;

Sau khi cập nhật KQKD 6T/2024, chúng tôi đã điều chỉnh dự phóng 2024F như sau: (1) Phốt pho vàng: giảm ASP -11%; (2) mảng Axit phosphoric: tăng ASP +14%, giảm sản lượng -54%; (3) mảng Phân bón: Tăng sản lượng +57% và (4) Dự án Nghi Sơn – Đức Giang: Lùi thời gian vận hành đến Q1/2026 và loại khỏi dự phóng 2025F.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ (tham khảo báo cáo gần nhất tại đây)

- (1) Nghi Sơn – Đức Giang: bước tiến mới trong việc triển khai, tuy nhiên dự án dự kiến sẽ đóng góp doanh thu kể từ 2026F;
- (2) Nhu cầu hoá chất phục hồi với động lực đến từ sản lượng trong bối cảnh giá bán phục hồi chậm hơn, dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng 2024F – 2025F đạt CAGR = 14%;
- (3) củng cố vị thế đầu ngành hoá chất thông qua các cơ hội M&A;

### RỦI RO

- Rủi ro giá bán và sản lượng phốt pho thấp hơn dự báo;
- Rủi ro pháp lý: sự cố môi trường tiềm ẩn; Rủi ro về chính sách thuế

Chỉ số	2023	2024F	2025F	VNIndex	KQKD	2022	2023	2024F	2025
PE (x)	11.6	15.0	11.5	14.7	Doanh thu thuần	14,444	9,748	10,338	11,662
PB (x)	3.0	3.1	2.6	1.7	Lợi nhuận gộp	6,750	3,440	3,823	4,367
PS (x)	3.7	4.2	3.7	1.3	NPATMI	5,903	3,100	3,324	3,814
ROE (%)	38%	27%	26%	12%	EPS	13,774	7,673	8,753	10,043
ROA (%)	30%	22%	22%	2%	Tăng trưởng EPS	5%	-44%	14%	15%

## CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

### Cập nhật kết quả kinh doanh DGC quý 2 và 6T/2024

Tỷ đồng	Q2.24	%QoQ	%YoY	6T.24	6T.23	% YoY	Nhận xét
<b>DT thuần</b>	<b>2,505</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>4,889</b>	<b>4,897</b>	<b>0%</b>	<b>Kết quả kinh doanh quý Q2/2024</b> - Doanh thu thuần Q2/2024 đạt: 2,505 tỷ VND (+4% YoY, +5% QoQ) trong đó: + Giá các sản phẩm chính tăng nhẹ so với quý 1:P4 vàng (+4% QoQ), axit phosphoric (+5% QoQ), phân bón (+4% QoQ); + Sản lượng kinh doanh các sản phẩm chính tương đương cùng kỳ và quý 1, riêng sản lượng MAP và DCP tiếp tục tăng +8% so với quý 1 và tăng mạnh svck; - Lợi nhuận gộp đạt 983 tỷ VND (+4.5% YoY, +28% QoQ), biên LNG đạt +39.2% tương đương mức cùng kỳ, tăng +7.1 đpt so với quý 1 chủ yếu nhờ giá bán bình quân cao hơn so với quý 1 - CP BH và QLDN lần lượt đạt 117 tỷ VND (+8.3% YoY) và 53 tỷ VND (+36.1% YoY), tỷ lệ CP BH&QLDN/DTT đạt +6.8% tương đương mức cùng kỳ và quý 1 - Tổng kết lại, LNST-CĐTTS Q2/2024 đạt 842 tỷ VND tương đương cùng kỳ và tăng +25% so với quý 1 <b>Kết quả kinh doanh lũy kế Lũy kế 6T/2024:</b> Doanh thu thuần và LNST-CĐTTS lần lượt đạt 4,889 tỷ VND (-0.2% YoY) và 1,515 tỷ VND (-6.9%YoY), hoàn thành 49% kế hoạch năm 2024;
Giá vốn	(1,521)	-6%	3%	(3,140)	(3,066)	2%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>983</b>	<b>28%</b>	<b>5%</b>	<b>1,750</b>	<b>1,830</b>	<b>-4%</b>	
DT tài chính	165	0%	-9%	330	345	-4%	
CP tài chính	(16)	-11%	-36%	(34)	(45)	-24%	
Lãi vay	(5)	-18%	-40%	(12)	(16)	-25%	
Lãi từ CTLK	-			-	-		
CP BH	(117)	11%	8%	(222)	(223)	0%	
CP QLDN	(40)	0%	4%	(81)	(73)	11%	
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>975</b>	<b>27%</b>	<b>3%</b>	<b>1,743</b>	<b>1,835</b>	<b>-5%</b>	
TN khác, rỗng	(11)	641%	-2241%	(12)	(1)	1875%	
LNTT	966	26%	2%	1,735	1,835	-5%	
Thuế	86	31%	21%	151	133	14%	
<b>LNST</b>	<b>880</b>	<b>25%</b>	<b>0%</b>	<b>1,584</b>	<b>1,702</b>	<b>-7%</b>	
CĐTTS	20	-38%	-49%	51	74	-31%	
<b>LNST-CĐTTS</b>	<b>861</b>	<b>28%</b>	<b>2%</b>	<b>1,533</b>	<b>1,628</b>	<b>-6%</b>	
<b>Chỉ số</b>							
Biên LNG	39%	+7.1 đpt	+0.3đpt	36%	37%	-1.6đpt	
Biên LNR	34%	+6.2 đpt	-0.5đpt	31%	33%	-1.9đpt	
SG&A/DT	6%	+0.2 đpt	+0.2đpt	6%	6%	+0.2đpt	

Nguồn: DGC, BSC Research

### Đánh giá của BSC

- KQKD Q2/2024 DGC tích cực đạt đỉnh 6 quý gần nhất, xác nhận “đã tạo đáy KQKD trong quý 1”;

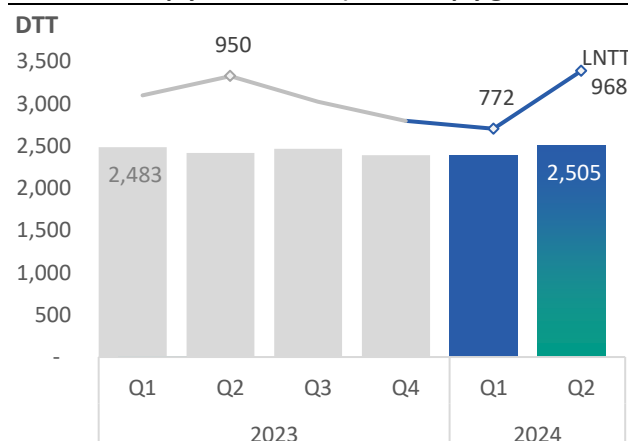
#### - Về giá bán các sản phẩm chính:

- Giá bán bình quân 6T/2024 các sản phẩm chính vẫn thấp hơn từ 10 – 15% so với mức nền cao cùng kỳ 6T/2023;
- Tuy nhiên giá bán Q2/2024 cho thấy dấu hiệu phục hồi nhẹ, tăng từ 3 – 5% so với quý 1.

#### - Về sản lượng tiêu thụ:

- Sản lượng tiêu thụ 6T/2024 phân hoá tại các nhóm sản phẩm trong đó sản lượng P4 tăng +15% svck, sản lượng WPA giảm do tăng tiêu thụ phân bón +40% – 140% svck

Hình: KQKD quý 2 của DGC đạt đỉnh 6 quý gần nhất



Nguồn: DGC, BSC Research

BSC cho rằng nhu cầu hoá chất đã tạo đáy và phục hồi, tuy nhiên đà phục hồi chậm hơn so với kỳ vọng trong báo cáo cập nhật tháng 03/2024 của chúng tôi. Trong đó, sản lượng tiêu thụ các sản phẩm sẽ cho thấy sự cải thiện rõ rệt hơn trong khi giá bán có xu hướng tăng nhẹ.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### 1. Nghi Sơn – Đức Giang: bước tiến mới trong việc triển khai, tuy nhiên dự án dự kiến sẽ đóng góp doanh thu kể từ 2026F thay vì 2025F

DGC đã thông qua NQ HĐQT điều chỉnh tiến độ dự án Nghi Sơn – Đức Giang giai đoạn 1 như sau: dự án dự kiến khởi công trong Q4/2024 và dự kiến đi vào hoạt động trong Q1/2026. Ngày 17/09/2024 UBND tỉnh Thanh Hoá đã có quyết định điều chỉnh chủ trương đầu tư tại dự án phù hợp với tiến độ được thông qua tại NQ HĐQT nêu trên.

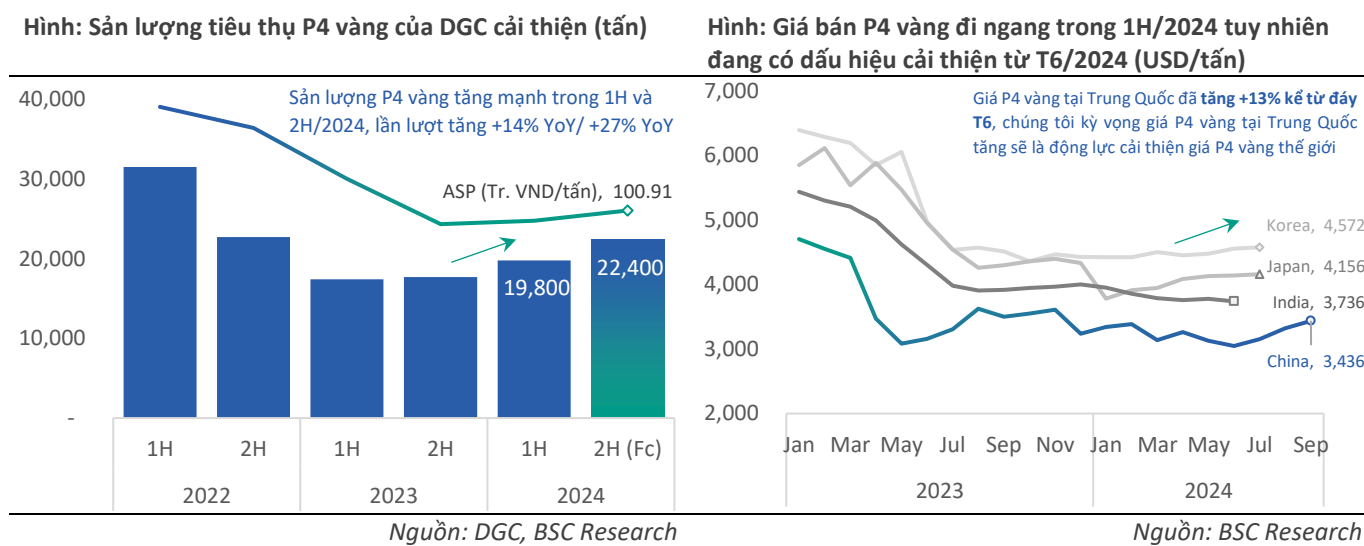
**Cập nhật tiến độ hiện tại:** Dự án đã hoàn thành công tác GPMB và được cho thuê đất đợt 1 với diện tích 17.8ha và đã giải ngân 461.5 tỷ VND, hiện DGC đang hoàn thiện hồ sơ thủ tục theo quy định để khởi công xây dựng. BSC cho rằng với quyết tâm của ban lãnh đạo DGC cùng sự hỗ trợ của tỉnh Thanh Hoá, chúng tôi tin rằng dự án sẽ khởi công trong Q4/2024, hoàn tất theo tiến độ được đề ra và đi vào vận hành trong Q1/2026. Theo đó, với việc điều chỉnh tiến độ dự án Nghi Sơn – Đức Giang, chúng tôi điều chỉnh dự phóng ghi nhận lợi nhuận dự án từ năm 2026F.

BSC cho rằng việc Nghi Sơn – Đức Giang đi vào vận hành sẽ đánh dấu bước tiến mới của DGC trong việc sản xuất các sản phẩm chế biến sâu, đa dạng hoá sản phẩm và đóng góp vào tăng trưởng giai đoạn 2026F – 2028F. Tham khảo chi tiết dự phóng về doanh thu và lợi nhuận của dự án Nghi Sơn – Đức Giang tại [báo cáo cập nhật gần nhất](#).

### 2. Nhu cầu hoá chất phục hồi với động lực đến từ sản lượng trong bối cảnh giá bán phục hồi chậm hơn, dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng 2024F – 2025F đạt CAGR = 14%

Chúng tôi tin rằng với nhu cầu sản xuất cơ bản và nhu cầu các sản phẩm điện tử phục hồi đã thúc đẩy nhu cầu hoá chất phục hồi, tuy nhiên đà phục hồi này thể hiện rõ rệt ở sản lượng tiêu thụ. Sản lượng tiêu thụ có xu hướng tăng mạnh mẽ trong khi giá bán cải thiện có phần chậm hơn.

#### Phốt pho vàng: sản lượng tiêu thụ tăng mạnh trong khi giá bán tăng chậm hơn

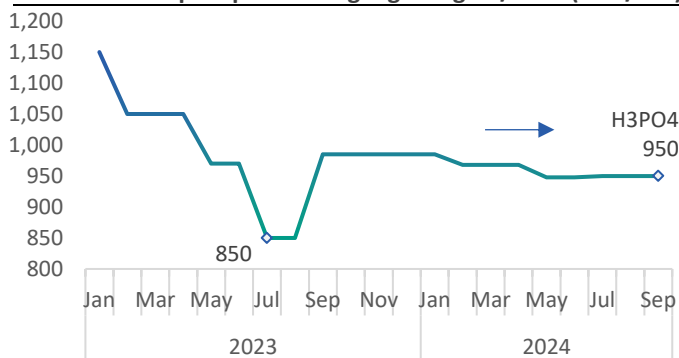


Sản lượng tiêu thụ P4 vàng trong 6T/2024 tăng 14% svck và tăng +12% so với 6T cuối năm 2023. Với triển vọng ngành hoá chất phục hồi ([Tham khảo báo cáo ngành tại đây](#)), chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ P4 vàng sẽ tiếp tục tăng trong nửa cuối năm 2024 và năm 2025.

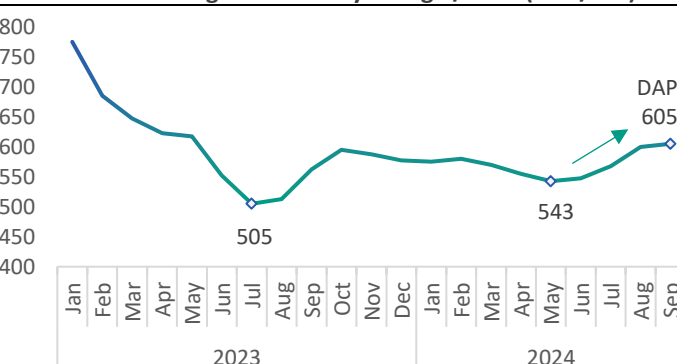
Giá bán P4 vàng bình quân có xu hướng đi ngang trong 6T/2024, tuy nhiên trong quý 3, giá P4 vàng tại Trung Quốc đã tăng +13% so với đáy tháng 6. Chúng tôi kỳ vọng việc giá P4 vàng tại Trung Quốc tăng sẽ thúc đẩy giá P4 vàng thế giới cải thiện trong 2H/2024.

## Sản lượng tiêu thụ axit phosphoric giảm do tăng cường sản xuất phân bón trong bối cảnh nhu cầu phân bón tăng mạnh

Hình: Giá axit phosphoric đi ngang trong 1H/2024 (USD/tấn)

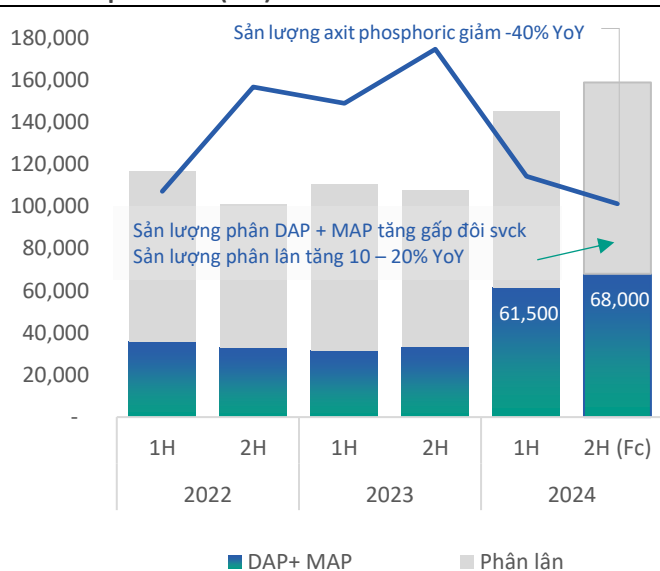


Hình: Giá DAP tăng +11% từ đáy tháng 5/2024 (USD/tấn)

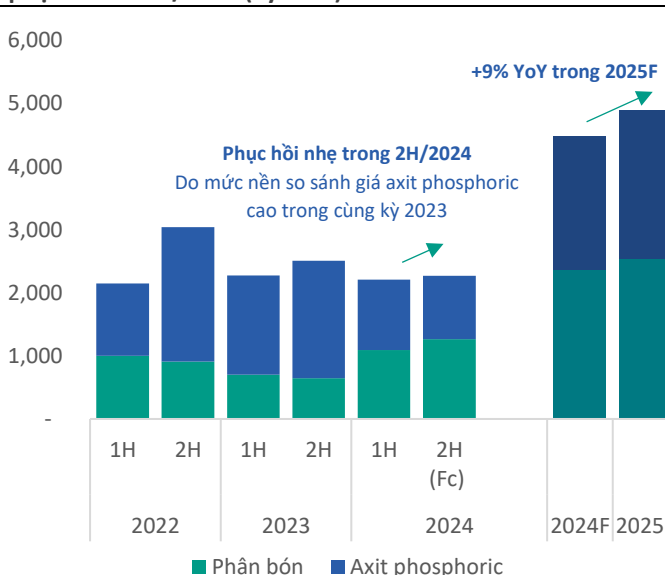


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Sản lượng tiêu thụ axit phosphoric giảm do đẩy mạnh sản xuất phân bón (tấn)



Hình: Doanh thu mảng axit phosphoric và phân bón kỳ vọng phục hồi từ 2H/2024 (Tỷ VND)



Nguồn: DGC, BSC Research

Doanh thu mảng axit phosphoric và phân bón được dự phóng phục hồi nhẹ trong 2H/2024 và tăng trưởng +9% YoY trong 2025F.

Với động lực đến từ nhu cầu phốt pho vàng cải thiện và nhu cầu phân bón phốt pho duy trì ở mức cao, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của DGC giai đoạn 2024F – 2025F sẽ tăng trưởng với CAGR = 14%, trong đó không bao gồm dự phóng của dự án Nghi Sơn – Đức Giang (2026F). [Chi tiết xem phần dự phóng kết quả kinh doanh 2024F – 2025F.](#)

### 3. Củng cố vị thế đầu ngành hoá chất thông qua các cơ hội M&A – tiếp nối với Cồn Đại Việt

Sau thương vụ mua lại CTCP Phốt pho 6 và CTCP Ấc quy Tia Sáng, DGC công bố đã mua lại nhà máy Cồn Đại Việt thuộc công ty TNHH Đại Việt với giá trị 253.259 tỷ VND sau đó chuyển giao cho công ty TNHH MTV Đức Giang Đắk Nông và thành lập nhà máy cồn Đức Giang trực thuộc công ty TNHH MTV Đức Giang Đắk Nông.

Nhà máy cồn có công suất 50,000 tấn/năm và dự kiến bắt đầu chạy thử trong tháng 11/2024. Doanh thu mỗi năm đem lại 1,000 tỷ VND và lợi nhuận ước tính 100 tỷ VND/năm. DGC đánh giá nhà máy cồn hoạt động tốt, với lợi thế vùng nguyên liệu đầu vào sẵn có và nhu cầu cồn trong nước dồi dào nhà máy cồn có thể nâng công suất lên tới gấp

3 lần đạt 150,000 tấn/năm. Ngoài ra với vị trí địa lý thuận lợi gần nhà máy NPK Đắk Nông, DGC có thể tối ưu hoá chi phí quản lý doanh nghiệp.

Với đặc thù rào cản gia nhập ngành lớn BSC cho rằng việc DGC tích cực tìm kiếm các cơ hội M&A cùng với năng lực quản trị tốt và tối ưu hoạt động sản xuất sẽ củng cố vị thế đầu ngành của DGC. Bên cạnh đó, việc tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị từ khâu đầu vào đến sản xuất, chế biến sản phẩm đầu ra sẽ gia tăng lợi nhuận và lợi thế cạnh tranh của DGC so với các doanh nghiệp hóa chất cùng ngành.

## RỦI RO

- Rủi ro giá bán và sản lượng phốt pho thấp hơn dự báo;
- Rủi ro pháp lý: sự cố môi trường tiềm ẩn.
- Rủi ro về chính sách thuế

BSC đánh giá rằng rủi ro liên quan đến chính sách thuế là **(i)** rủi ro lớn và ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của Tập đoàn và **(ii)** rất khó để dự đoán được rủi ro này trong tương lai. Trong quá khứ, tỉnh Lào Cai đã từng đề xuất tăng thuế xuất khẩu Phốt pho vàng từ 5% lên 20% (đề xuất không được thông qua) và có ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu.

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024F – 2025F

Năm 2024, BSC dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt **10,338 tỷ VND (+6% YoY)** và **3,324 tỷ VND (+7% YoY)** dựa trên các giả định

- (4) **Doanh thu P4 vàng tăng +13% YoY** trong đó: sản lượng tiêu thụ tăng +20% bù đắp ASP giảm -6% YoY;
- (5) Doanh thu axit Phosphoric giảm -38% YoY chủ yếu do sản lượng kinh doanh axit giảm để chuyển đổi sang kinh doanh phân bón;
- (6) **Doanh thu phân bón DAP và MAP tăng +114% YoY** nhờ: ASP tăng 7% YoY và sản lượng tăng +100% YoY

Năm 2025, BSC dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt **11,662 tỷ VND (+13% YoY)** và **3,814 tỷ VND (+15% YoY)** dựa trên các giả định:

- (4) **Doanh thu P4 vàng tăng +10% YoY** nhờ: ASP và sản lượng lần lượt tăng +5% YoY;
- (5) Doanh thu axit Phosphoric tăng +11% YoY nhờ: giả định doanh thu WPA/H3PO4 tăng +24% YoY/8% YoY;
- (6) Doanh thu phân bón DAP và MAP tăng +8% YoY nhờ: ASP tăng 3% YoY và sản lượng tăng +5%;

Sau khi cập nhật KQKD 6T/2024 chúng tôi đã **xem xét và điều chỉnh dự phóng 2024F** bao gồm các giả định chủ yếu so với [báo cáo cập nhật trước đó](#) như sau:

- **Mảng phốt pho vàng:** giảm dự phóng ASP -11% do giá bán cải thiện chậm hơn ước tính;
- **Mảng axit phosphoric:** tăng dự phóng ASP +14% do giá bán cải thiện trong 1H/2024 và giảm dự phóng sản lượng -54% do chuyển sang sản xuất phân bón;
- **Mảng phân bón:** tăng dự phóng sản lượng +57% do nhu cầu phân bón chứa P4 cải thiện mạnh trong 1H/2024;
- **Dự án Nghi Sơn – Đức Giang:** sẽ vận hành từ Q1/2026, tương ứng sẽ ghi nhận doanh thu từ 2026F thay vì 2025F như dự phóng cũ, loại bỏ Nghi Sơn – Đức Giang ra khỏi dự phóng 2025F;

Bảng: Tóm tắt ước tính KQKD DGC 2024F – 2025F và thay đổi so với dự phóng cũ

Đơn vị: Tỷ VND	2023	2024F	2024F	2025F	% thay đổi dự phóng 2024	%YoY 2024F	%YoY 2025F
		cũ	mới	mới			
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,761</b>	<b>12,084</b>	<b>10,338</b>	<b>11,662</b>	-14%	6%	13%
<i>Trong đó:</i>							
▪ DT Phốt pho vàng	3,692	5,065	4,164	4,591	-18%	13%	10%
▪ DT Axit Phosphoric (WPA và HPO)	3,441	4,097	2,121	2,356	-48%	-38%	11%
▪ DT phân bón DAP và MAP	841	1,174	1,794	1,940	53%	113%	8%

Nguồn: DGC, BSC Research

Bảng: Dự phóng kết quả kinh doanh 2024F – 2025F

	2023	2024F cũ	2024F mới	2025F	%Thay đổi dự phóng 2024F	%YoY 2024F	%YoY 2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,748</b>	<b>12,084</b>	<b>10,338</b>	<b>11,662</b>	-14%	6%	13%
Giá vốn hàng bán	-6,308	-7,729	-6,515	-7,295	-16%	3%	12%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,440</b>	<b>4,355</b>	<b>3,823</b>	<b>4,367</b>	-12%	11%	14%
<i>Biên LNG</i>	35%	36%	37%	37%	+1.0bsp	+1.7bsp	+0.5bsp
Chi phí bán hàng	(436)	-520	(520)	(516)	0%	19%	-1%
<i>Chi phí BH/ DTT</i>	-4%	-4%	-5%	-4%	-1.0bsp	-0.6bsp	+0.6bsp
Chi phí QLDN	(159)	-163	(163)	(165)	0%	3%	1%
<i>Chi phí QLDN/ DTT</i>	-2%	-1%	-2%	-1%	-0.6bsp	+0.0bsp	+0.2bsp
Lợi nhuận trước thuế	3,488	4,224	3,762	4,317	-11%	8%	15%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3,100</b>	<b>3,733</b>	<b>3,324</b>	<b>3,814</b>	-11%	7%	15%
<i>Biên LN ròng</i>	32%	31%	32%	33%	+1.2bsp	+0.4bsp	+0.6bsp
<b>EPS</b>	<b>7,673</b>	<b>9,829</b>	<b>8,753</b>	<b>10,043</b>	-11%	14%	15%

Nguồn: DGC, BSC Research

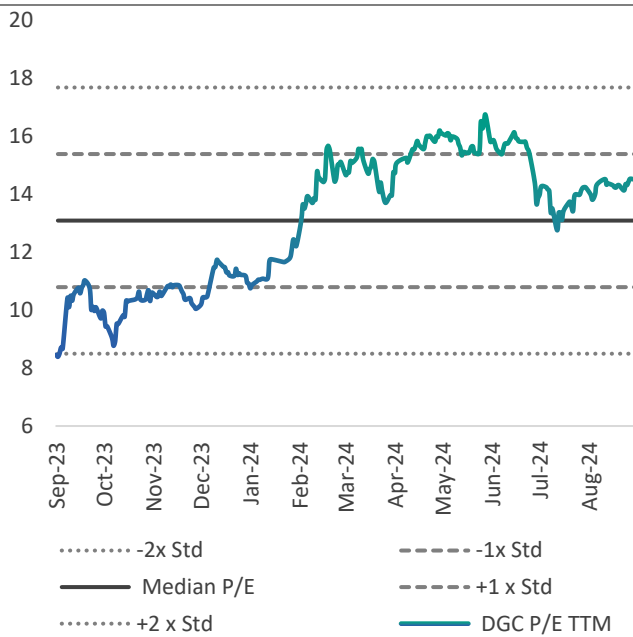
## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu **DGC** và **điều chỉnh giảm giá mục tiêu 2025F** về **130,500 VND/CP** (Upside 15% so với giá đóng cửa ngày 30/09/2024, đã bao gồm 3% cổ tức), tương ứng giảm -13% so với giá mục tiêu trước đó chủ yếu do điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận 2025F do: (i) Loại bỏ dự án Nghi Sơn – Đức Giang ra khỏi dự phóng 2025 và (ii) giảm dự phóng giá bán bình quân các sản phẩm chính.

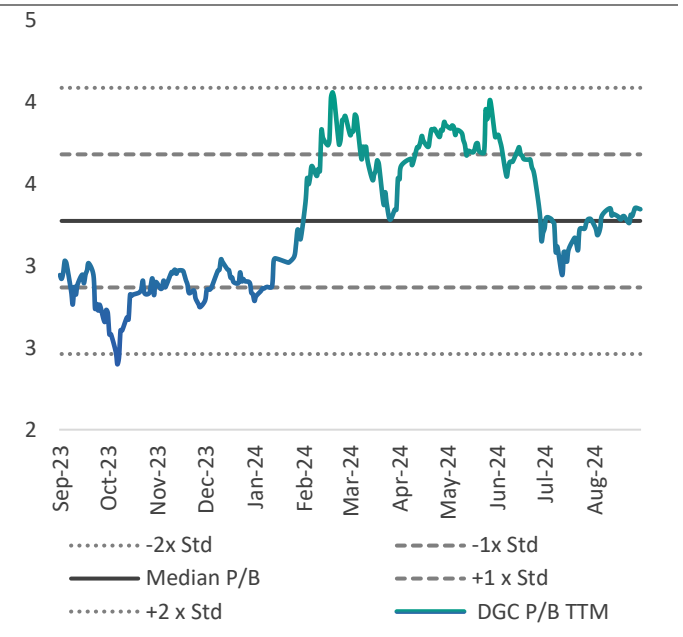
Giá mục tiêu dựa trên P/E mục tiêu 2025F = 12.x tương đương mức trung vị 5 năm với EPS fw 2025F = 10,043 VND; EPS 2024F fw = 8,753 VND tương ứng P/E 2024F = 14.9x.

Chúng tôi nhận thấy DGC đang giao dịch quanh mức định giá hợp lý, và những đợt điều chỉnh có thể là cơ hội tốt để tích lũy cổ phiếu. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng điểm rơi đầu tư sẽ là trong nửa đầu năm 2025, khi nhà máy mới dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2026, cùng với kỳ vọng nền kinh tế sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn.

Hình: Định giá PE

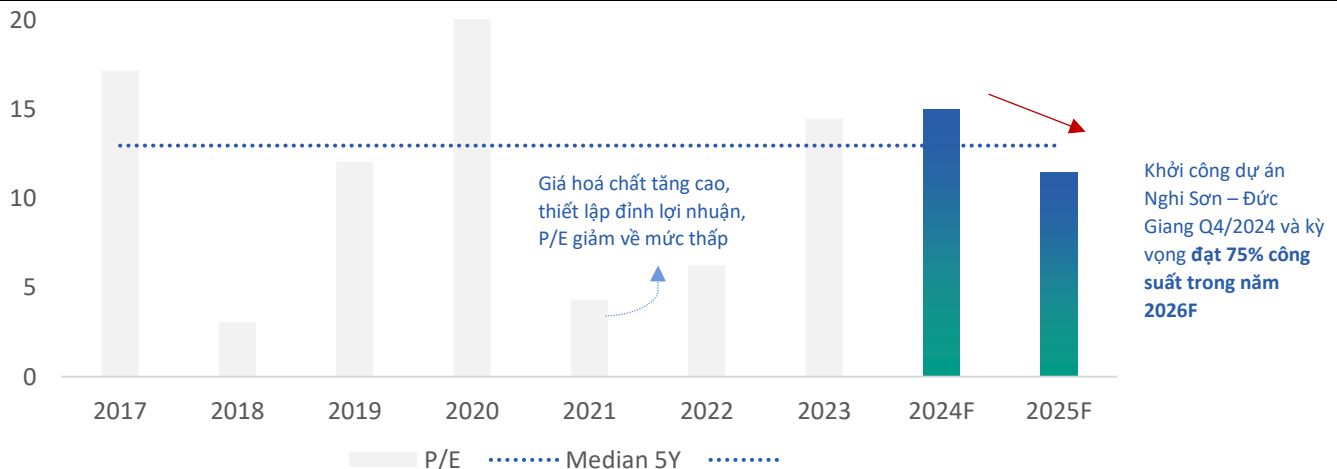


Hình: Định giá PB



Nguồn: BSC Research

Hình: P/E của DGC giai đoạn 2017 – 2025F



Nguồn: FiinX, BSC Research



## PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14,444</b>	<b>9,748</b>	<b>10,338</b>	<b>11,662</b>
Giá vốn hàng bán	(7,694)	(6,308)	(6,515)	(7,295)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6,750</b>	<b>3,440</b>	<b>3,823</b>	<b>4,367</b>
Chi phí bán hàng	(600)	(436)	(520)	(516)
Chi phí QLDN	(152)	(159)	(163)	(165)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>6,382</b>	<b>3,487</b>	<b>3,774</b>	<b>4,327</b>
Doanh thu tài chính	533	739	687	700
Chi phí tài chính	(150)	(98)	(52)	(58)
Chi phí lãi vay	(18)	(32)	(39)	(44)
LN từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(6)	1	(12)	(10)
LNTT	6,376	3,488	3,762	4,317
Thuế thu nhập DN	(339)	(490)	(226)	(259)
<b>LN sau thuế</b>	<b>6,037</b>	<b>3,241</b>	<b>3,537</b>	<b>4,058</b>
CĐTS	472	142	212	243
LNST - CĐTS	5,565	<b>3,100</b>	<b>3,324</b>	<b>3,814</b>
EBITDA	6,679	3,878	3,969	4,646
EPS	13,774	7,673	8,753	10,043

LCTT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Lỗ)/LNST</b>	<b>6,376</b>	<b>3,485</b>	<b>3,762</b>	<b>4,317</b>
Khấu hao	285	358	358	358
Thay đổi VLĐ	6,363	3,250	4,163	4,722
Điều chỉnh khác	5,639	2,190	4,701	3,734
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	<b>5,937</b>	<b>2,784</b>	<b>4,659</b>	<b>3,687</b>
Tiền mua TSCĐ	(157)	(251)	(1,010)	(2,000)
Đầu tư khác	(7,232)	(9,667)	(8,407)	(8,874)
<b>LCTT từ HĐT</b>	<b>(3,828)</b>	<b>(2,338)</b>	<b>(1,204)</b>	<b>(2,076)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(411)	(1,774)	(1,139)	(1,139)
Tiền từ vay ròng	(371)	853	(546)	94
<b>LCTT từ HĐTC</b>	<b>(697)</b>	<b>(920)</b>	<b>(1,686)</b>	<b>(1,046)</b>

Dòng tiền đầu kỳ	124	1,535	1,061	2,830
Tiền trong kỳ	1,412	(475)	1,769	565
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>1,535</b>	<b>1,061</b>	<b>2,830</b>	<b>3,395</b>

CĐKT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền & TĐT	1,535	1,061	2,830	3,395
Đầu tư ngắn hạn	7,471	9,342	8,407	8,874
Phải thu ngắn hạn	919	1,130	1,198	1,351
Tồn kho	1,000	855	883	989
TS ngắn hạn khác	60	80	56	63
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>10,985</b>	<b>12,467</b>	<b>13,374</b>	<b>14,672</b>
TS hữu hình	1,781	2,133	2,481	3,212
Khấu hao	(2,071)	(2,535)	(2,697)	(2,966)
TS dở dang dài hạn	234	225	225	225
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	376	669	628	666
<b>TS dài hạn</b>	<b>2,420</b>	<b>3,069</b>	<b>3,869</b>	<b>5,621</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>13,405</b>	<b>15,536</b>	<b>17,242</b>	<b>20,293</b>
Phải trả ngắn hạn	832	904	934	1,046
Vay ngắn hạn	468	1,328	782	875
Nợ ngắn hạn khác	1,272	1,261	1,302	1,458
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,571</b>	<b>3,493</b>	<b>3,018</b>	<b>3,379</b>
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	0	-	-
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>0.10</b>	<b>16.06</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng Nợ</b>	<b>2,572</b>	<b>3,509</b>	<b>3,018</b>	<b>3,379</b>
Vốn góp	3,798	3,798	3,798	3,798
Thặng dư vốn	1,787	1,787	1,787	1,787
LN chưa phân phối	5,084	5,989	7,642	9,706
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>Tổng VCSH</b>	<b>10,834</b>	<b>12,027</b>	<b>14,225</b>	<b>16,914</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13,405</b>	<b>15,536</b>	<b>17,242</b>	<b>20,293</b>
SLCP lưu hành (triệu)	380	380	380	380

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
H số TT ngắn hạn	2.90	4.27	4.43	4.34
H số TT nhanh	1.87	3.50	3.72	3.63
<b>Cơ cấu vốn</b>				
H số Nợ/TTT	24%	19%	18%	17%
H số Nợ/VCSH	32%	24%	21%	20%
Số ngày HTK	54.59	52.37	48.68	46.82
Số ngày phải thu	26.38	14.46	26.10	25.35
Số ngày phải trả	18.39	19.71	10.83	10.41
CCC	62.58	47.12	63.96	61.76
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	47%	35%	37%	37%
LNST	42%	33%	34%	35%
ROE	65%	38%	27%	26%
ROA	51%	30%	22%	22%
<b>Định Giá</b>				
P/E	3.05	11.56	14.99	11.45
P/B	2.06	2.98	3.07	2.58
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	51%	-33%	6%	13%
Tăng trưởng EBIT	160%	141%	8%	15%
Tăng trưởng LNTT	142%	-45%	8%	15%
Tăng trưởng EPS	5%	-44%	14%	15%

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

*Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về 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 BIDV (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 BIDV (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 8,9 tòa Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

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

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

