

## CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang (HOSE: DGC)

- Lợi nhuận (LN) ròng đạt 842 tỷ đồng trong Q2/24, đi ngang so với cùng kỳ nhưng tăng 19.6% sv quý trước báo hiệu những tín hiệu phục hồi của DGC.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DGC sẽ cải thiện 13%/23% svck trong 2024/2025 nhờ nhu cầu phục hồi từ ngành công nghiệp bán dẫn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn of 128,100đ/cp.

### DGC cho thấy tín hiệu tích cực trong KQKD Q2/2024

Trong Q2/2024, tổng doanh thu (DT) đạt 2,504 tỷ đồng (+3,7% svck) trong đó phân lân nông nghiệp và mặng khác khác tăng 11,2% svck khi nhà máy WPA hoạt động trở lại sau 3 tháng bảo dưỡng trong Q1/2024 trong khi DT phốt pho (P4) và dẫn xuất giảm 2,5% svck chủ yếu do giá P4 thấp hơn (-16.7% svck). Biên lợi nhuận gộp trong Q2/2024 tăng 0.3 điểm % svck, đạt 39.3% nhờ giá quặng apatit thấp hơn(Khai Truong 19 đã hoạt động hết công suất trong Q2/2024), giúp LN gộp tăng 4,6% svck. Tuy nhiên, thu nhập tài chính thấp hơn (-8.8% svck) do lãi suất tiền gửi thấp hơn khiến LN ròng (NP) Q2/2024 đi ngang (-0.1% svck). LN ròng Q2/2024 của DGC tăng 19.6% so với quý trước chủ yếu nhờ vào phân lân nông nghiệp và các phân khúc khác, cho thấy tín hiệu về sự phục hồi của DGC. LN ròng 6T2024 đạt 1,515 tỷ đồng (-7.1% svck), hoàn thành 42% và phù hợp với dự báo 2024 của chúng tôi.

### Tăng trưởng LN mạnh mẽ hơn vào 2025

Chúng tôi kỳ vọng giá P4 sẽ phục hồi mạnh hơn trong nửa cuối 2024 khi ngành công nghiệp bán dẫn phục hồi hoàn toàn. Chúng tôi dự báo giá P4 của DGC sẽ đạt 4,400 USD/tấn trong nửa cuối 2024 (+4,6% so với 6T24) và sản lượng P4 đạt 25,000 tấn trong nửa cuối 2024 (+25% so với 6T24). Do đó, chúng tôi dự báo LN ròng của DGC trong nửa cuối 2024 đạt 1,985 tỷ đồng (+31,0% so với 6T24), đưa LN ròng năm 2024 lên 3,504 tỷ đồng. Nhờ công suất ngành bán dẫn mở rộng, chúng tôi dự báo giá P4 và sản lượng của DGC trong năm 2025 sẽ tăng 4.5% svck và 12.7% svck, đạt lần lượt 4,600 USD/tấn và 51,000 tấn, giúp LN ròng năm 2025 tăng trưởng 22.3% svck lên 4,284 tỷ đồng.

### Dự án Nghi Sơn hoãn tiếp tới cuối năm 2024 do các vấn đề pháp lý

DGC đã hoãn việc xây dựng Giai đoạn 1 của dự án Nghi Sơn sang Q4/2024 từ Q2/2024 do các thủ tục pháp lý và hoãn lại kế hoạch xây dựng giai đoạn 2. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dự án Nghi Sơn sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2026 và đóng góp 12% DT của DGC trong năm 2026 (1,500 tỷ đồng).

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 128,100đ/cp

Chúng tôi hạ dự báo EPS 2024/25 do 1) thu nhập tài chính thấp hơn và loại bỏ dự án Nghi Sơn trong 2025. Do đó, giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi được điều chỉnh xuống còn 128,100 đồng/cổ phiếu. Tiềm năng tăng giá đến từ 1) kỳ vọng mạnh hơn về việc tăng giá phốt pho vàng trong năm 2024/25 và 2) dự án Nhôm - Bauxite được cấp phép đầu tư và dự án nhà máy cón Đại Việt có thể hoạt động vào năm 2024. Rủi ro giảm giá bao gồm giá bán phốt pho điều chỉnh mạnh hơn dự kiến và rủi ro thực hiện dự án Nghi Sơn sắp tới.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	9,748	11,249	12,368	14,430
Lợi nhuận ròng	3,100	3,505	4,285	5,093
Tăng trưởng doanh thu thuần	-32.5%	15.4%	9.9%	16.7%
Tăng trưởng LN ròng	-44.3%	13.0%	22.3%	18.8%
Biên LN gộp	35.3%	35.7%	40.3%	40.5%
Biên EBITDA	39.8%	38.6%	43.3%	43.6%
ROAE	25.0%	25.8%	25.5%	26.5%
ROAA	22.4%	22.3%	24.8%	26.6%
EPS (VND/cổ phiếu)	8,163	9,228	11,283	13,409
BVPS (VND/cổ phiếu)	31,667	39,877	43,099	52,648

Nguồn: MBS Research

### Khả quan

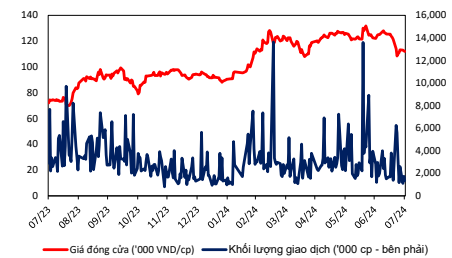
### Giá mục tiêu

VND128,100

Tiềm năng tăng giá

20%

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	107,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	131,800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	67,760
Vốn hóa (tỷ VND)	42,687
P/E (TTM)	14.2
P/B	3.9
Thị suất cổ tức (%)	2.7
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	18.1

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Đào Hữu Huyền	18.4
Ngô Thị Ngọc Lan	6.6
Đào Hữu Kha	6.0
Dragon Capital	6.3
Khác	62.7

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích



Nguyễn Đức Hào

Hao.Nguyenduc@mbs.com.vn

# CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang

## Luận điểm đầu tư và định giá

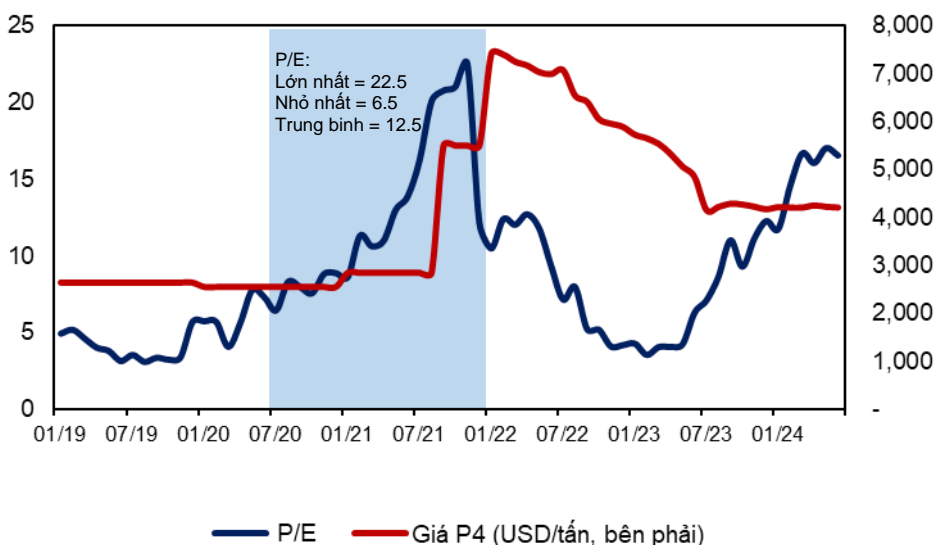
### Luận điểm đầu tư

- DGC là đơn vị xuất khẩu phốt pho vàng lớn nhất Châu Á - một loại vật liệu quan trọng trong công nghệ sản xuất chất bán dẫn và trong ngành F&B. DGC cũng là công ty duy nhất trên thế giới có thể sản xuất phốt pho vàng từ quặng apatit ở cả dạng bột và dạng cục.
- Chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh nửa cuối sẽ tích cực hơn 6T24 và lợi nhuận ròng của DGC sẽ tăng trưởng mạnh hơn vào năm 2025 nhờ nhu cầu phục hồi từ thị trường bán dẫn. Giá phốt pho vàng đang ở mức thấp nhất trong một năm và không có khả năng giảm xuống mức năm 2021 do các hạn chế khai thác apatit tại Trung Quốc. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của DGC sẽ tăng 13.0%/22.3% svck trong năm 2024/25.
- Chúng tôi kỳ vọng dự án Nghi Sơn đi vào hoạt động thương mại vào Q1/2026 sẽ là động lực tăng trưởng chính của DGC trong năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng dự án Nghi Sơn sẽ đóng góp 12% doanh thu hằng năm của DGC từ năm 2026.

### Định giá

Chúng tôi hạ dự báo EPS 2024-25 do 1) thu nhập tài chính thấp hơn và 2) loại bỏ dự án Nghi Sơn trong năm 2025. Do đó, giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi được điều chỉnh xuống còn 128,100 đồng/cổ phiếu. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi sử dụng P/E trung bình từ Q3/20-Q4/21 (12,5x) làm cơ sở tham chiếu cho P/E năm 2024-2025. Chúng tôi ước tính chu kỳ tăng giá của phốt pho vàng sẽ bắt đầu từ Q3/2024. Tiềm năng tăng giá đến từ 1) kỳ vọng mạnh hơn về mức tăng giá phốt pho vàng trong năm 2024/25 và 2) dự án Nhôm - Bauxite được cấp phép đầu tư và dự án nhà máy cồn Đại Việt có thể hoạt động vào năm 2024. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá bán phốt pho điều chỉnh mạnh hơn dự kiến, 2) giá đầu vào tăng (điện, lưu huỳnh, than cốc) và 3) rủi ro thực hiện dự án Nghi Sơn sắp tới.

Hình 1: P/E và giá phốt pho của DGC từ 2019-24



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## Định giá

Hình 2: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	128,041	50%	64,021
P/E	128,190	50%	64,095
<b>Trung bình (đồng/cp)</b>			<b>128,116</b>
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>128,100</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Phương pháp P/E

Phương pháp P/E	
LN ròng 2024 ( tỷ đồng)	3,505
LN ròng 2025 (tỷ đồng)	4,285
Số lượng cổ phiếu 2024 (cp)	379,778,413
EPS 2024 (VND/cp)	9,228
EPS 2025 (VND/cp)	11,283
Trung bình EPS 2024/25 (VND/cp)	10,255
P/E mục tiêu	12.5
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>128,190</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Định giá FCFF

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	24,530
Giá trị hiện tại của doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	14,679
Giá trị doanh nghiệp ( tỷ đồng)	39,209
Tiền mặt ròng (tỷ đồng)	9,421
Giá trị vốn (tỷ đồng)	48,630
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	379
<b>Giá trị vốn/CP (đồng/cp)</b>	<b>128,041</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 5: WACC and tăng trưởng dài hạn

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.3
WACC	13.4%
Chi phí nợ	6.0%
Chi phí vốn	15.5%
Tăng trưởng dài hạn	1.5%

Nguồn: MBS Research

Hình 6: Dự báo dòng tiền DCF

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>EBIT</b>	<b>3,327</b>	<b>4,197</b>	<b>4,962</b>	<b>5,089</b>	<b>5,237</b>	<b>5,455</b>	<b>5,685</b>	<b>6,174</b>	<b>7,259</b>
Khấu hao	368	474	502	531	559	588	616	644	673
Đầu tư tài sản cố định	(633)	(1,833)	(283)	(283)	(283)	(283)	(283)	(283)	(283)
Thay đổi vốn lưu động	(299)	(168)	(289)	(140)	(131)	(151)	(165)	(173)	(266)
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>2,763</b>	<b>2,670</b>	<b>4,891</b>	<b>5,196</b>	<b>5,382</b>	<b>5,609</b>	<b>5,853</b>	<b>6,363</b>	<b>7,382</b>
Chi phí thuế	(275)	(337)	(400)	(422)	(447)	(480)	(517)	(586)	(360)
<b>Dòng tiền tự do doanh nghiệp</b>	<b>2,488</b>	<b>2,333</b>	<b>4,491</b>	<b>4,775</b>	<b>4,935</b>	<b>5,129</b>	<b>5,336</b>	<b>5,777</b>	<b>7,022</b>
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>2,488</b>	<b>2,058</b>	<b>3,494</b>	<b>3,277</b>	<b>2,988</b>	<b>2,739</b>	<b>2,513</b>	<b>2,400</b>	<b>2,573</b>
<b>Giá trị năm cuối mô hình</b>									<b>14,679</b>

Nguồn: DGC, MBS Research

Hình 7: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			Bloomberg	tr USD	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Hubei Xingfa Chemicals Group Co Ltd	600141 CH	4,239	13.2	10.8	1.1	1.0	4	4.2	11.4	11.4
Yunnan Yuntianhua Ltd	600096 CH	912	6.4	7.6	2.4	1.6	8.5	9	21.9	22.3
Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	000422 CH	745	7.2	13.8	2.8	1.6	6.3	7.0	19.4	18.3
Anhui Sierte Fertilizer Industry Ltd Co	002538 CH	211	12.9	na	1.3	na	na	na	na	na
Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co Ltd	300505 CH	401	na	na	na	na	na	na	na	na
China General Plastics Corp	1305 TT	326	26.2	24.3	1.1	1	2.1	3.5	4	4
Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	DPM VN	529	18.2	17.3	na	na	5.6	na	na	na
Tổng công ty Phân bón Hóa chất Dầu khí Cà Mau	DCM VN	740	11.2	10.3	1.7	1.6	12.3	13.3	14.4	15.2
<b>Trung bình</b>			13.6	14.0	1.7	1.4	6.5	7.4	14.2	14.2
<b>CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang</b>	<b>DGC VN</b>	<b>1,579</b>	<b>12.2</b>	<b>10</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>22.3</b>	<b>24.8</b>	<b>25.5</b>	<b>26.5</b>

Nguồn: DGC, MBS Research

## DGC cho thấy tín hiệu tích cực trong KQKD Q2/24

Hình 8: KQKD Q2/2024 (Tỷ đồng)

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/23	So với quý trước (%)	svck (%)	6T24	6T23	svck (%)	Hoàn thành (%) dự phóng	Chú thích
<b>Doanh Thu</b>	<b>2,504</b>	<b>2,414</b>	<b>5.0%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4,889</b>	<b>4,897</b>	<b>0.2%</b>	<b>43.0%</b>	
<i>Photpho và dẫn xuất</i>	1,290	1,322	-12.7%	-2.4%	2,767	3,095	-10.6%	38.3%	Giá trung bình của photpho vàng đạt 4.225 USD/tấn (+1% sv quý trước và giảm 16.7% svck), nhưng khối lượng bán photpho vàng giảm 21,4% theo quý do DGC tập trung vào sản xuất WPA sau đợt bảo dưỡng nhà máy quý 1.
<i>Phân bón photphat</i>	1,214	1,092	33.7%	11.2%	2,122	1,888	12.4%	51.2%	Phân lân nông nghiệp và các loại phân bón khác tăng 11,2% svck, chủ yếu do nhà máy WPA hoạt động trở lại sau 3 tháng bảo dưỡng trong quý 1 năm 2024.
<b>LN gộp</b>	<b>983</b>	<b>940</b>	<b>28.3%</b>	<b>4.6%</b>	<b>1,749</b>	<b>1,831</b>	<b>-4.5%</b>	<b>43.6%</b>	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>39.3%</b>	<b>38.9%</b>	<b>7.2% pts</b>	<b>0.3% pts</b>	<b>35.8%</b>	<b>37.4%</b>	<b>-1.6% pts</b>		Biên lợi nhuận gộp trong quý 2 năm 2024 tăng 0,3 điểm % so với cùng kỳ nhờ giá đá photphat giảm (Khai Trường 19 đã hoạt động hết công suất trong quý 2 năm 2024).
Chi phí bán hàng	117	108	11.4%	8.3%	222	223	-0.4%	43.9%	
Chi phí QLDN	53	37	32.5%	43.2%	94	71	32.4%	56.0%	
Thu nhập tài chính	165	181	0.1%	-8.8%	330	345	-4.3%	42.1%	
Chi phí tài chính	(16)	(25)	-11.1%	-35.2%	33.9	44.7	-24.2%	42.0%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>953</b>	<b>953</b>	<b>23.9%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1,722</b>	<b>1,837</b>	<b>-6.3%</b>	<b>42.8%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>842</b>	<b>843</b>	<b>19.6%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>1,515</b>	<b>1,630</b>	<b>-7.1%</b>	<b>42.3%</b>	LN ròng của DGC trong quý 2 năm 2024 đạt 842 tỷ đồng (-0,1% svck), phù hợp với dự báo của chúng tôi.

Nguồn: DGC, MBS Research

## Chúng tôi duy trì quan điểm rằng sản lượng và giá photpho vàng sẽ phục hồi từ nửa cuối 2024

### Nhu cầu mạnh mẽ từ chất bán dẫn hỗ trợ triển vọng photpho vàng từ Q3/24

Trước năm 2021, photpho vàng chủ yếu được sử dụng trong ngành phân bón. Tuy nhiên, với nhu cầu ngày càng tăng đối với chất bán dẫn và pin lithium phosphate - được sử dụng trong xe điện - tương lai của photpho vàng dự kiến sẽ phù hợp với triển vọng đầy hứa hẹn của ngành công nghiệp bán dẫn và pin lithium. Hiện tại, khoảng 20% nhu cầu về photpho được thúc đẩy bởi ngành bán dẫn và 30% doanh thu P4 của DGC sản xuất ra để phục vụ ngành công nghiệp này.

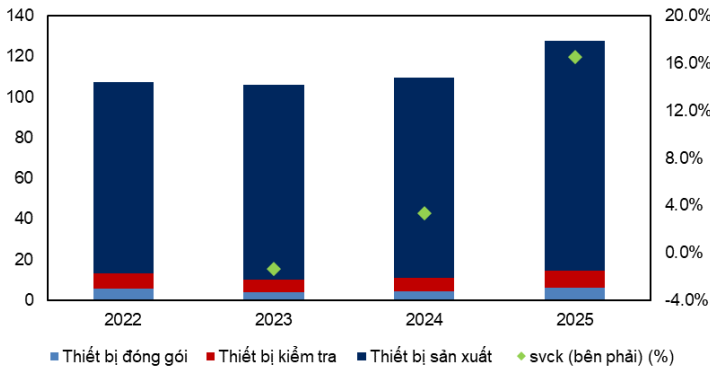
Hình 9: Doanh số bán chất bán dẫn toàn cầu trong tháng 5 đạt 49,1 tỷ đô la Mỹ, (+4,1% so với tháng trước và +19,3% svck)



Nguồn: World Semiconductor Trade Statistics, MBS Research

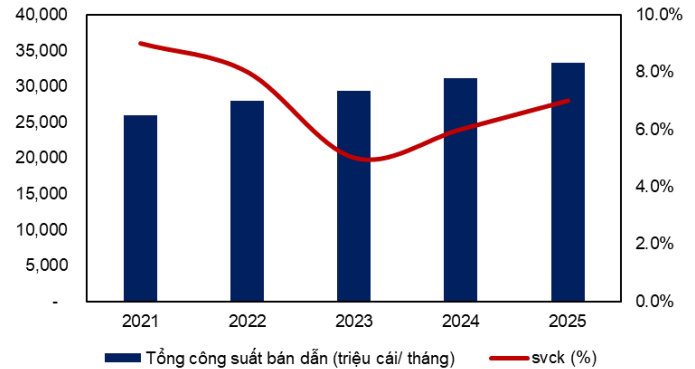
Vào T5/2024, ngành công nghiệp bán dẫn toàn cầu vẫn duy trì đà tăng trưởng, đạt được mức tăng trưởng doanh thu khá ấn tượng. Hiệp hội Công nghiệp Bán dẫn báo cáo rằng doanh số bán dẫn toàn cầu trong tháng đạt 49.1 tỷ USD, (+4.1% so với tháng trước và +19.3% svck). Doanh số bán hàng trong tháng 5 tăng so với cùng kỳ theo tỷ lệ phần trăm lớn nhất kể từ tháng 4 năm 2022. Sự tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy ở thị trường Châu Mỹ (+43.6% so với cùng kỳ), Trung Quốc (+24.2% so với cùng kỳ) và Châu Á Thái Bình Dương/ các khu vực khác (+13.8% so với cùng kỳ).

**Hình 10: Doanh số bán thiết bị sản xuất chất bán dẫn dự kiến tăng vọt 17% svck trong năm 2025**



Nguồn: SEMI Equipment Market Data Subscription (EMDS), MBS Research

**Hình 11: Tổng công suất bán dẫn dự kiến tăng 7% so với cùng kỳ trong năm 2025**



Nguồn: SEMI, MBS Research

Vào ngày 9 tháng 7, SEMI đã công bố “Dự báo thiết bị bán dẫn giữa năm - Góc nhìn của nhà sản xuất thiết bị gốc (OEM)”, SEMI dự báo doanh số bán hàng toàn cầu đạt kỷ lục 109 tỷ USD cho thiết bị sản xuất chất bán dẫn của các OEM vào năm 2024 (+3.4% svck). Doanh số dự kiến sẽ tăng vọt lên mức đỉnh mới là 128 tỷ USD, nhờ vào những tiến bộ trong cả công nghệ đầu cuối và công nghệ nền tảng vào năm 2025 (+17.7% svck). Ngoài ra, vào ngày T6/24, báo cáo mới nhất của SEMI đã cho rằng để theo kịp tốc độ tăng trưởng không ngừng của nhu cầu chip, ngành sản xuất chất bán dẫn toàn cầu dự kiến sẽ tăng công suất thêm 6% vào năm 2024 và đạt mức tăng 7% vào năm 2025, đạt mức công suất cao kỷ lục là 33.7 triệu tấm wafer mỗi tháng.

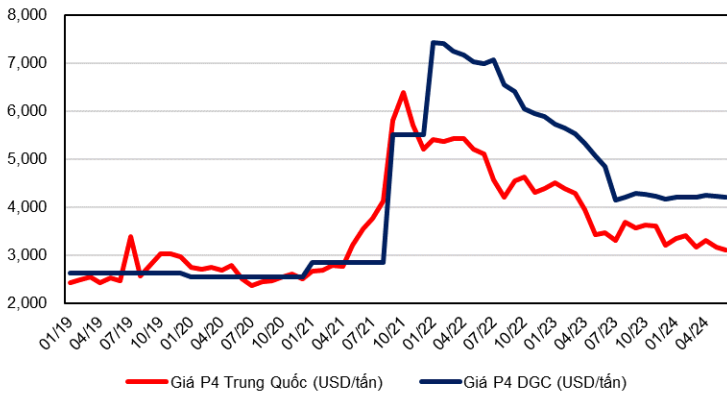
### Các hạn chế xuất khẩu P4 của Trung Quốc là động lực chính thúc đẩy DGC tăng sản lượng

Photpho vàng là ngành công nghiệp tiêu thụ nhiều năng lượng, ô nhiễm nặng, rủi ro môi trường nổi bật và các vấn đề dư thừa công suất dài hạn. Trong những năm gần đây, Trung Quốc đã liên tiếp ban hành một loạt các chính sách nhằm thúc đẩy ngành công nghiệp photpho vàng phát triển theo hướng xanh, tiết kiệm năng lượng và ít carbon. Do đó, việc đưa ra các chính sách này đã hạn chế nghiêm ngặt việc sản xuất photpho vàng tại Trung Quốc, đồng thời thúc đẩy việc rút dần một số năng lực sản xuất lạc hậu khỏi thị trường. Hơn nữa, kể từ năm 2018, Trung Quốc gần như đã ngừng xuất khẩu photpho và chỉ sản xuất để tiêu thụ trong nước. Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội cho các nhà xuất khẩu photpho lớn như DGC.

DGC hiện chỉ có hai đối thủ cạnh tranh chính trong phân khúc P4 trên thị trường là Kazphosphate (KAZ) (Kazakhstan, công suất 120,000 tấn/năm) và Bayer (Hoa Kỳ, công suất 200,000 tấn/năm). Trong đó, P4 của KAZ có chất lượng thấp hơn DGC do chất lượng đá phosphate và công nghệ sản xuất thấp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng P4 của DGC sẽ tăng đáng kể khi nhu cầu bán dẫn phục hồi.

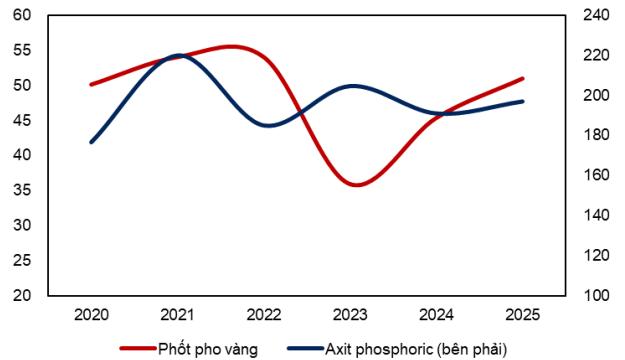
**Kết quả kinh doanh nửa cuối 2024 tích cực hơn 6T24, đưa LN ròng 2024 tăng trưởng 13% svck trước khi đà tăng trưởng mạnh mẽ hơn vào 2025**

Hình 12: Giá P4 của DGC tăng 1% so với quý trước trong Q2/2024, đạt 4,225 USD/tấn (đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Sunsir, MBS Research

Hình 13: Sản lượng photpho vàng và axit photphoric năm 2025 dự kiến tăng 12.3%/3.1% svck (đơn vị: '000 tấn)



Nguồn: DGC, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng giá P4 sẽ phục hồi mạnh hơn trong nửa cuối 2024 khi ngành công nghiệp bán dẫn phục hồi hoàn toàn. Chúng tôi dự báo giá P4 của DGC sẽ đạt 4,400 USD/tấn trong nửa cuối 2024 (+4.6% so với 6T24) và sản lượng P4 đạt 25,000 tấn trong nửa cuối 2024 (+25% so với 6T24). Do đó, chúng tôi dự báo LN ròng của DGC trong nửa cuối 2024 sẽ đạt 1,985 tỷ đồng (+31.0% so với 6T24), đưa LN ròng năm 2024 lên 3,504 tỷ đồng.

Tiến tới năm 2025, nhờ công suất bán dẫn toàn cầu mở rộng, chúng tôi dự báo giá P4 và sản lượng bán ra của DGC trong năm 2025 sẽ tăng 4.5% svck và 12.7% svck, đạt lần lượt 4,600 USD/tấn và 51,000 tấn, giúp LN ròng năm 2025 tăng trưởng 22% lên 4,284 tỷ đồng.

**Dự án Nghi Sơn tiếp tục bị trì hoãn đến Q4/2024 do các thủ tục pháp lý**

DGC đã hoãn xây dựng Giai đoạn 1 của dự án Nghi Sơn sang Q4/2024 từ Q2/2024 do thủ tục pháp lý và không còn theo đuổi Giai đoạn 2 lớn nữa. Theo ban quản lý của DGC, dự án sẽ khởi công xây dựng, lắp đặt thiết bị và tiến hành chạy thử trong thời gian từ Q4/2024 đến Q1/2026. Dự án có vốn đầu tư khoảng 100 triệu USD. Với lượng tiền mặt dồi dào (tiền mặt ròng 9,410 tỷ đồng tính đến ngày 30/6/2024), chúng tôi ước tính DGC sẽ sử dụng 75% vốn đầu tư từ vốn chủ sở hữu. Do đó, chúng tôi tăng chi phí tài chính trong năm 2025 thêm 13.6% so với dự báo trước đó do tiến độ của dự án Nghi Sơn thay đổi. Chúng tôi kỳ vọng dự án Nghi Sơn sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2026 và đóng góp 12% doanh thu của DGC trong năm 2026. DGC cũng đã đặt hàng 400 tỷ đồng thiết bị cho nhà máy Nghi Sơn trong Q3/2024. Do đó, chúng tôi loại bỏ doanh thu từ

dự án Nghi Sơn vào năm 2025 và dự báo doanh thu của DGC trong mảng Xút sẽ đạt 1,500 tỷ đồng trong năm 2026.

Hình 14: Dự án Nghi Sơn

Dự án Nghi Sơn	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Xây dựng nhà máy						
Lắp đặt thiết bị						
Chạy thử và bàn giao						
Chạy thương mại						

Nguồn: DGC, MBS Research

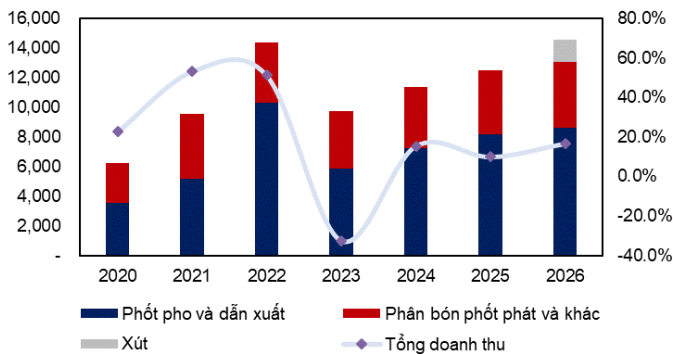
## Dự phóng KQKD 2024-35

Hình 15: Dự phóng KQKD DGC 2024-35

Tỷ đồng	2023	2024F				2025F				Chú thích
		Cũ	Mới	svck	% thay đổi	Cũ	Mới	svck	% thay đổi	
Giá bán phốt pho vàng (triệu VND/tấn)	103	103	103	103	103	103	103	103	103	
Doanh thu thuần	9,748	11,249	11,249	15.4%	0.0%	13,656	12,368	9.9%	-9.4%	Chúng tôi giảm doanh thu của DGC trong năm tài chính 2025 xuống 9,4% so với dự báo trước đó do chúng tôi loại doanh thu dự án Nghi Sơn vào năm 2025 do thủ tục pháp lý.
Phốt pho và dẫn xuất	5,858	7,218	7,218	23.2%	0.0%	8,279	8,177	13.3%	-1.2%	
Phân bón phốt phát	3,789	3,507	3,507	-7.4%	0.0%	4,191	4,191	19.5%	0.0%	
Xút	-	-	-	0.0%	0.0%	1,200	-	0.0%	0.0%	
LN gộp	3,440	4,013	4,013	16.7%	0.0%	5,257	4,988	24.3%	-5.1%	
Biên LN gộp	35.3%	35.7%	35.7%	+ 0.4 điểm %	0.0%	38.5%	40.3%	+4.6 điểm %	+1.8 điểm %	Chúng tôi tăng biên lợi nhuận gộp trong năm 2025 thêm 1,8 điểm % so với dự báo trước đó do biên lợi nhuận gộp từ dự án Nghi Sơn thấp hơn
Doanh thu tài chính	739	784	702	-5.0%	-10.5%	838	737	5.0%	-12.0%	Chúng tôi giảm doanh thu tài chính 2024/2025 xuống 10,4%/12% so với dự báo trước đó do lãi suất thấp hơn
Chi phí tài chính	(98.5)	(101.2)	(95.3)	-3.2%	-5.9%	(108.3)	(123.1)	29.2%	13.6%	
Chi phí bán hàng	(436)	(506)	(506)	16.2%	0.0%	(656)	(594)	17.3%	-9.5%	
Chi phí QLDN	(159)	(169)	(180)	13.5%	6.5%	(219)	(198)	9.9%	-9.6%	
LN trước thuế	3,485	4,028	3,940	13.0%	-2.2%	5,120	4,817	22.3%	-5.9%	
LN ròng	3,100	3,583	3,505	13.0%	-2.2%	4,554	4,285	22.3%	-5.3%	
EPS	8,356	9,658	9,446	13.0%	-2.2%	12,275	11,550	22.3%	-5.3%	Chúng tôi giảm EPS 2024/25 2,2%/5,3% so với dự báo trước đó chủ yếu do 1) loại bỏ doanh thu dự án Nghi Sơn vào năm 2025 vì vấn đề pháp lý và 2) lãi suất thấp hơn

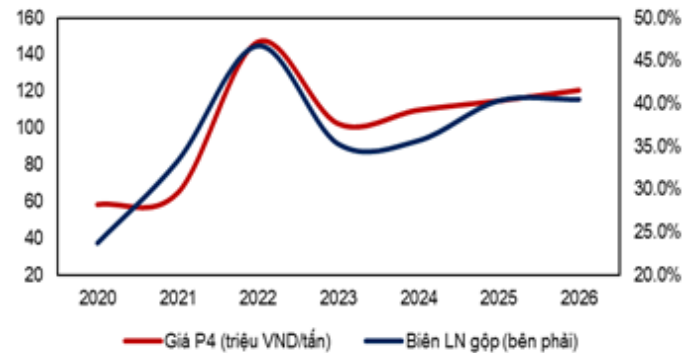
Nguồn: DGC, MBS Research

Hình 16: Doanh thu theo mảng (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: MBS Research

Hình 17: Giá P4 DGC và biên LN gộp



Nguồn: MBS Research



**Báo cáo tài chính**

<b>Báo cáo kết quả HĐKD</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
Doanh thu thuần	9,748	11,249	12,368	14,430
Giá vốn hàng bán	(6,308)	(7,236)	(7,379)	(8,588)
Lợi nhuận gộp	3,440	4,013	4,988	5,842
Chi phí quản lý DN	(159)	(180)	(198)	(231)
Chi phí bán hàng	(436)	(506)	(594)	(649)
LN từ HĐKD	2,846	3,327	4,197	4,962
EBITDA thuần	3,875	4,338	5,349	6,291
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>3,517</b>	<b>3,970</b>	<b>4,875</b>	<b>5,789</b>
Thu nhập lãi	739	702	737	885
Chi phí tài chính	(32)	(30)	(58)	(63)
Thu nhập ròng khác	(1)	6	6	7
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>3,485</b>	<b>3,940</b>	<b>4,817</b>	<b>5,725</b>
Thuế TNDN	(243)	(275)	(337)	(400)
Lợi nhuận sau thuế	3,242	3,665	4,481	5,325
Lợi ích cổ đông thiểu số	(142)	(160)	(196)	(233)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>3,100</b>	<b>3,505</b>	<b>4,285</b>	<b>5,093</b>
Chi trả cổ tức	-	(1,139)	(1,139)	(1,139)
Lợi nhuận giữ lại	3,100	2,365	3,146	3,954
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
Tiền và tương đương tiền	1,061	1,356	1,457	3,221
Đầu tư ngắn hạn	9,342	10,743	10,206	11,227
Phải thu khách hàng	718	847	932	1,087
Hàng tồn kho	855	941	1,035	1,138
Tổng tài sản ngắn hạn	12,467	14,164	14,229	16,637
Tài sản cố định	2,133	2,521	3,987	3,796
Xây dựng cơ bản dở dang	225	248	273	300
BĐS đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-
Các khoản đầu tư dài hạn khác	669	356	392	457
Tổng tài sản dài hạn	3,069	3,126	4,651	4,553
<b>Tổng tài sản</b>	<b>15,536</b>	<b>17,290</b>	<b>18,880</b>	<b>21,190</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1,328	1,172	1,289	1,443
Phải trả người bán	190	241	246	286
Phải trả ngắn hạn khác	1,261	746	869	1,163
Tổng nợ ngắn hạn	3,493	2,665	2,968	3,555
Vay & nợ dài hạn	40	432	-	-
Các khoản phải trả khác	171	171	171	171
Tổng Nợ dài hạn	16	43	436	5
<b>Tổng nợ</b>	<b>3,509</b>	<b>2,709</b>	<b>3,404</b>	<b>3,559</b>
Vốn điều lệ	3,798	3,798	3,798	3,798
Thặng dư vốn cổ phần	1,787	1,787	1,787	1,787
Cổ phiếu quỹ	(0)	(0)	(0)	(0)
LN giữ lại	5,989	9,490	10,566	13,950
Các quỹ thuộc VCSH	973	366	448	533
Vốn chủ sở hữu	7,899	10,794	11,952	15,420
Lợi ích cổ đông thiểu số	330	554	620	778
Tổng vốn chủ sở hữu	12,027	15,145	16,369	19,996
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>15,536</b>	<b>17,290</b>	<b>18,880</b>	<b>21,190</b>

<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
LN trước thuế	3,485	3,940	4,817	5,725
Khấu hao	358	368	474	502
Thuế đã nộp	(265)	(275)	(337)	(400)
Các khoản điều chỉnh khác	-	56	56	55
Thay đổi VLĐ	(299)	(168)	(289)	(140)
<b>LC TT từ HĐKD</b>	<b>3,186</b>	<b>5,728</b>	<b>4,743</b>	<b>7,232</b>
Đầu tư TSCĐ	(251)	(633)	(1,833)	(283)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	1	1
<b>LC TT từ đầu tư</b>	<b>(2,338)</b>	<b>(2,890)</b>	<b>(1,950)</b>	<b>(3,102)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	(1,810)	(2,960)	(855)	(3,704)
Đông tiền từ HĐTC khác	(763,638)	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	485	702	737	885
<b>LC TT từ hoạt động TC</b>	<b>(920)</b>	<b>(1,915)</b>	<b>(2,154)</b>	<b>(1,640)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1,535	1,061	1,356	1,457
LC tiền thuần trong năm	(475)	295	102	1,763
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>1,061</b>	<b>1,356</b>	<b>1,457</b>	<b>3,221</b>
<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
Tăng trưởng doanh thu thuần	-32.5%	15.4%	9.9%	16.7%
Tăng trưởng EBITDA	-42.0%	12.0%	23.3%	17.6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-52.6%	16.9%	26.1%	18.2%
Tăng trưởng LN trước thuế	-45.3%	13.0%	22.3%	18.8%
Tăng trưởng LN ròng	-44.3%	13.0%	22.3%	18.8%
Tăng trưởng EPS	-44.3%	13.0%	22.3%	18.8%
Biên LN gộp	35.3%	35.7%	40.3%	40.5%
Biên EBITDA	39.8%	38.6%	43.3%	43.6%
Biên LN ròng	33.3%	32.6%	36.2%	36.9%
ROAE	25.0%	25.8%	25.5%	26.5%
ROAA	22.4%	22.3%	24.8%	26.6%
ROIC	11.0%	14.5%	17.4%	18.4%
Vòng quay tài sản	0.8	0.6	0.7	0.7
Cổ tức chi trả/LN ròng	36.7%	32.5%	26.6%	22.4%
Tổng nợ vay/VCSH	11.0%	8.0%	10.5%	7.2%
Nợ vay ròng/VCSH	-75.5%	-71.9%	-60.7%	-65.0%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-58.4%	-63.0%	-52.7%	-61.4%
Khả năng thanh toán lãi vay	110.1	132.0	84.3	91.5
Số ngày phải thu	26.5	27.1	27.1	27.1
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	48.8	46.8	50.5	47.7
Số ngày phải trả tiền bán	7.0	7.7	7.2	7.1
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.1	4.4	3.3	4.5
Khả năng thanh toán nhanh	3.3	5.0	4.4	4.4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.3	0.5	0.5	0.9
<b>Định giá</b>				
EPS	8,163	9,228	11,283	13,409
BVPS	31,667	39,877	43,099	52,648
P/E	13.8	12.2	10.0	8.4
P/B	3.6	2.7	2.5	2.0

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng  
Nghiêm Phú Cường  
Đình Hà Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến  
Nguyễn Đức Hải

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức  
Nguyễn Minh Trí  
Lê Hải Thành

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng  
Phạm Thị Thanh Huyền