

Ngành Hóa chất

Báo cáo cập nhật

Tháng 4, 2025

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **111.300**

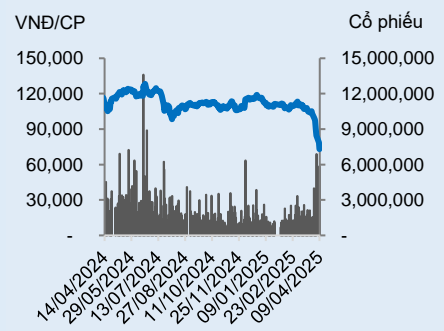
Giá thị trường (09/04/2025) **73.100**

Lợi nhuận kỳ vọng **+52,3%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	73.100-128.307
Vốn hóa	27.762 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	379.778.413
KLGD bình quân 10 ngày	2.961.367
% sở hữu nước ngoài	15,23%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,1%
Beta	1,57

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DGC	-37,3%	-33,5%	-35,0%	-34,9%
VN-Index	-13,8%	-18,0%	-12,5%	-14,6%

Chuyên viên phân tích
Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA
 (84 28) 3914.6888 ext. 260
 minhntn@bvsc.com.vn

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

Mã giao dịch: DGC

Reuters: DGC.HM

Bloomberg: DGC VN

Ít chịu tác động tiêu cực từ thuế đối ứng của Mỹ và định giá rẻ so với tiềm năng tăng trưởng

Ước tính kết quả kinh doanh quý Q1.2025. Trong ĐHCĐ ngày 31/03/2025, Ban lãnh đạo DGC cho biết kết quả kinh doanh quý 1 của công ty khá tích cực với Doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt ~2.700 tỷ đồng (+13,2%YoY) và hơn 800 tỷ đồng (tăng hơn 14%YoY) nhờ sản lượng các sản phẩm gốc Photpho tăng trở lại. Ước tính sản lượng tiêu thụ và giá bán P4 tăng 30%YoY và 5%YoY trong Q1.

Điểm nhấn đầu tư

Mảng Phốt pho vàng sẽ phục hồi về cả sản lượng và giá bán trong 2025.

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm mảng xuất khẩu P4 có độ tinh khiết cao của DGC sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong 2025 nhờ nhu cầu sản xuất chips gia tăng trở lại. Ngoài ra, nhu cầu P4 kém tinh khiết cũng tăng vì đợt này Ấn Độ xây 1 số nhà máy mới để sản xuất phân bón. Từ năm 2025, DGC sẽ tăng tỷ trọng doanh thu P4 dùng cho sản xuất chips vì giá P4 tinh khiết cao hơn khoảng 10-15% so với Ấn Độ. Nhu cầu sản xuất bán dẫn tăng sẽ giúp giá P4 phục hồi, BSVC ước tính giá P4 xuất khẩu của DGC trong 2025 ở mức 4.000–4.100 USD/tấn (tăng 5-7%YoY).

Tăng tỷ lệ tự chủ nhờ mở rộng khai thác khai trường 25.

Khai trường 25 sẽ hết hạn trong năm nay. Vì vậy, công ty đã xin gia hạn khai thác, đồng thời xin phép có thể khai thác xuống sâu hơn và mở rộng thêm 11 hecta tại khai trường này, giấy tờ hồ sơ mở rộng khai trường 25 đã đến những bước cuối cùng, dự kiến trong vòng quý 3 và quý 4 năm nay DGC sẽ bắt đầu khai thác mở rộng.

Dự án Đức Giang – Nghi Sơn.

Dự án đã khởi công vào giữa tháng 2/2025. Dự kiến bắt đầu đi vào hoạt động từ quý 1.2026, chậm nhất là quý 2.2026, các sản phẩm chính là Xút và các chất dẫn xuất Clo. Ban lãnh đạo DGC nhận định hiện nay nhu cầu Xút ngày càng tăng, tuy nhiên các sản phẩm dẫn xuất Cl₂ lại hơi khó tiêu thụ, công ty sẽ phải bán sản phẩm ở mức giá cạnh tranh với các công ty của Vinachem và tận dụng Clo để tiên phong sản xuất PCI₃. Ước tính lợi nhuận mảng Xút của dự án Nghi Sơn khá cao khoảng 20%.

Định giá và khuyến nghị.

Chúng tôi giảm dự phóng DTT và LNST Cổ đông công ty mẹ của DGC năm 2025 từ 12.025 tỷ đồng xuống còn 10.966 tỷ đồng và 3.959 tỷ đồng xuống còn 3.441 tỷ đồng do chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm hơn 10% sản lượng xuất khẩu P4 sang Mỹ khi Tổng thống Donald Trump áp thuế 46% và giảm 15% sản lượng HPO do nhu cầu tiêu thụ chưa phục hồi như kỳ vọng. Bên cạnh đó, chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm target multiple do thị trường khá bi quan về các doanh nghiệp có tỷ trọng doanh thu xuất khẩu lớn trong bối cảnh các quốc gia lớn áp thuế quan để “bảo vệ” sản xuất nội địa và rủi ro về thời gian pháp lý của các dự án mới sẽ chậm hơn với dự kiến. Chúng tôi hạ giá mục tiêu từ 129.300 đồng/cổ phiếu xuống còn **111.300 đồng/cổ phiếu**, và duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DGC với tiềm năng tăng trưởng +52,3%.

Nhận định thị trường Phốt pho vàng 2025

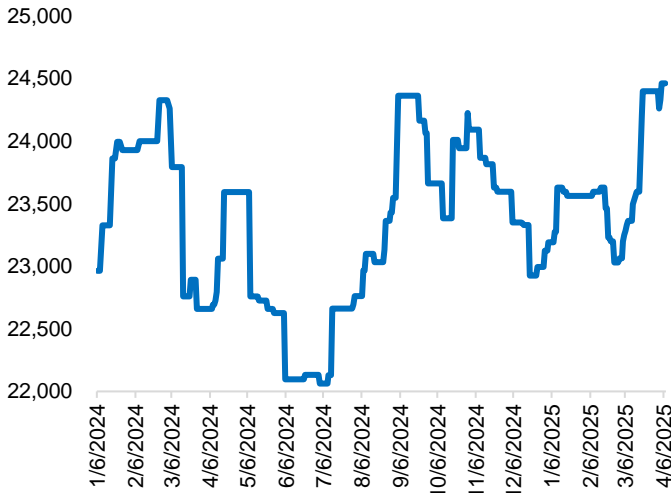
Phốt pho vàng Trung Quốc đã tăng 6% từ đầu năm. Chúng tôi cho rằng giá P4 Trung Quốc sẽ tăng trong 2025 do nguồn cung P4 của Trung Quốc vẫn bị thắt chặt khi Chính phủ Trung Quốc tiếp tục thúc đẩy các chính sách hạn chế điện năng, tiết kiệm năng lượng và bảo vệ môi trường; và tài nguyên đá phốt phát chất lượng cao của Trung Quốc đang cạn kiệt dần, chất lượng quặng ở các khu vực sản xuất chính (như Vân Nam, Quý Châu và Hồ Bắc) suy giảm, đồng thời chi phí khai thác tăng lên. Trong khi đó, nhu cầu hạ nguồn (sản xuất chips, pin lithium sắt phosphate (LFP), Photpho trichlorua (PCl₃), phân DAP và glyphosate) lại tăng mạnh.

Ban lãnh đạo DGC cho biết nhu cầu P4 trên thị trường đang có xu hướng gia tăng trở lại từ cuối năm 2024 cho đến nay do nhu cầu sản xuất chips tăng và lượng hàng tồn kho của các khách hàng đã dần cạn kiệt, đặc biệt là các khách hàng lớn tại khu vực Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan. Sản lượng xuất khẩu P4 trong các tháng đầu năm 2025 dao động từ ~4.000–5.000 tấn/tháng (tăng từ 15%-30% so với cùng kỳ). Công ty đang đẩy mạnh xuất P4 tinh khiết qua các thị trường lớn thay vì Ấn Độ vì giá bán cao, đơn cử như hiện tại giá xuất qua Nhật là 4.300 USD/tấn trong khi giá bán tại Ấn chỉ ở mức 3.800 USD/tấn.

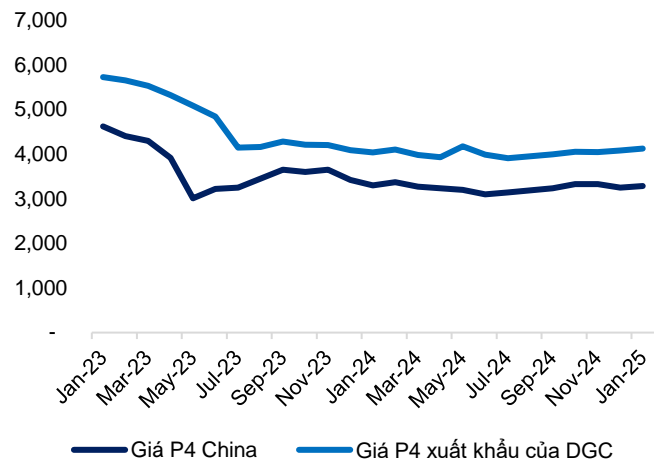
Trong trung và dài hạn, tận dụng cơ hội thị trường chất bán dẫn tăng trưởng hai chữ số, DGC sẽ tăng tỷ trọng doanh thu P4 dùng cho sản xuất chips lên 70% từ mức hiện tại là 30-40%, giá P4 xuất cho khách hàng Nhật, Hàn Quốc, Đài Loan dao động 4.000–4.500 USD/tấn – cao hơn khoảng 10-15% so với khách hàng Ấn Độ. Ngoài ra, việc ký kết các hiệp định FTA với Nhật và EU theo lộ trình tới 2027-2028 về mức thuế xuất khẩu P4 là 0% sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho DGC xuất khẩu sang các quốc gia này.

Đối với sự kiện Mỹ áp thuế 46% với tất cả mặt hàng xuất khẩu từ Việt Nam (trừ thép, nhôm, đồng, ô tô,...), BVSC cho rằng DGC sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực do mức thuế xuất khẩu trước đây chỉ ở mức 2%, tuy nhiên, mức ảnh hưởng sẽ không quá lớn vì công ty chỉ xuất khoảng 5-7% tổng sản lượng P4 tinh khiết qua thị trường Mỹ. Bên cạnh đó, DGC vẫn sẽ duy trì đẩy mạnh xuất khẩu P4 sang các khách hàng lớn thân thuộc tại Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan, nhất là Nhật Bản – quốc gia ưu đãi về thuế quan và là thị trường trọng điểm đóng góp khoảng hơn 40% doanh thu riêng P4. Ngoài ra, trong ĐHCĐ 2025, Ban lãnh đạo của DGC cũng tự tin cho biết hiện nay Việt Nam là quốc gia xuất khẩu P4 lớn nhất thế giới và chất lượng sản phẩm P4 của DGC được đánh giá rất cao - gần như là tốt nhất thế giới (tốt hơn rất nhiều so với đối thủ Kazakhstan), nên các đối tác ở Mỹ ưa chuộng sản phẩm P4 tinh chế 3 lần của DGC và mua với giá rất cao với sản phẩm này, nhất là trong bối cảnh sản lượng P4 sụt giảm dần ở Mỹ do tài nguyên đá phốt phát ngày càng cạn kiệt. Do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung đang diễn ra, DGC cũng bắt đầu xuất khẩu các sản phẩm hạ nguồn (downstream products) của phốt pho sang Mỹ với tiềm năng tăng trưởng rất lớn.

Diễn biến giá P4 Trung Quốc giai đoạn 2024-2025
(Đơn vị: USD/tấn)



Giá P4 xuất khẩu của DGC biến động khá tương đồng với giá P4 của Trung Quốc
(Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Sunsirs, Số liệu Hải quan

Phân tích hoạt động kinh doanh của DGC trong 2024

Kết quả kinh doanh 2024 thấp hơn so với kỳ vọng

Doanh thu thuần của DGC trong 2024 đạt 9.865 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ. Trong đó, mảng P4, phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi đều có mức tăng trưởng trên hai chữ số, bù đắp cho các mảng sụt giảm mạnh về doanh thu như WPA và HPO.

Biên lãi gộp của DGC trong 2024 chỉ đạt 34,9%, thấp hơn 0,3 điểm phần trăm so với cùng kỳ do (1) Giá bán các sản phẩm cốt lõi giảm; và (2) Tỷ lệ tự chủ quặng đầu vào thấp vì ảnh hưởng của bão Yagi trong quý 3. Thu nhập tài chính giảm 10%YoY và tỷ trọng chi phí hoạt động/DTT tăng 0,3 điểm phần trăm so với cùng kỳ, chủ yếu do chi phí xuất khẩu tăng 11%. Cuối kỳ, lợi nhuận sau thuế của Công đồng công ty mẹ đạt 2.987 tỷ đồng (-4%YoY).

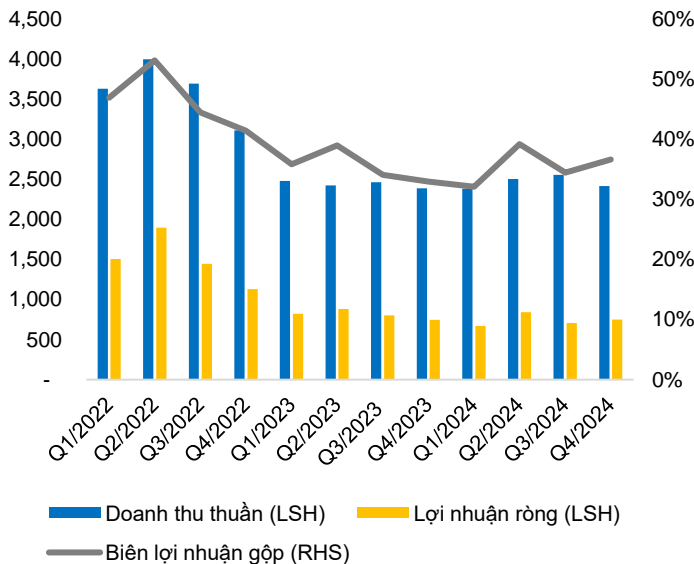
Tóm tắt kết quả kinh doanh 2024

(Đvt: tỷ đồng)	2023	2024	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	9.784	9.865	Doanh thu tăng 1,2%YoY.
Phốt pho & sản phẩm có gốc phốt pho	9.216	9.213	
- Phốt pho vàng	3.692	4.252	Doanh thu tăng 15,2%YoY, trong đó: - Sản lượng tăng 27,3%YoY do nền thấp năm 2023. Sản lượng tăng mạnh từ 2H2024, xấp xỉ gần 25 nghìn tấn P4 (tăng 25% so với 1H2024 và tăng hơn 40%YoY). - Giá bán trung bình giảm 9,5% do giá bán 1H2023 vẫn ở mức cao.
- WPA	1.275	264	Doanh thu giảm 79,2%, trong đó: - Sản lượng giảm hơn 80% do công ty tập trung đẩy mạnh sản xuất phân DAP/MAP thay vì sản xuất WAP. Bên cạnh đó, sản lượng quặng đầu vào năm 2024 chưa đủ dồi dào do bão Yagi xảy ra trong quý 3 nên công ty sẽ ưu tiên sản xuất và xuất khẩu những sản phẩm có nhu cầu tiêu thụ cao hơn. - Giá bán trung bình tăng nhẹ 4,2%.

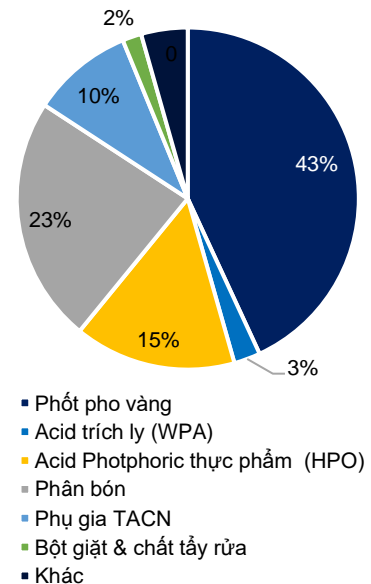
Báo cáo cập nhật DGC

- HPO	2.166	1.506	Doanh thu giảm 30%, trong đó: - Sản lượng giảm 28%YoY do thừa cung axit Photphoric thực phẩm. - Giá bán trung bình giảm 3,9%.
- Phân lân DAP/MAP	810	1.758	Doanh thu tăng 117%, trong đó: - Sản lượng tăng 95,4%YoY do công ty đẩy mạnh xuất khẩu trong bối cảnh nguồn cung DAP/MAP trên thế giới đang thiếu hụt. - Giá bán trung bình tăng 11,1%.
Bột giặt & chất tẩy rửa và các sản phẩm khác	100	176	Động lực tăng trưởng đến từ chất tẩy rửa và bột giặt với sản lượng tăng 75,5%YoY.
Khác	468	476	Doanh thu ắc quy bắt đầu ghi nhận từ quý 2/2023, doanh thu trung bình mỗi quý từ 45-50 tỷ đồng, doanh thu 2024 của mảng ắc quy tăng 35,8%YoY (trong đó sản lượng ắc quy tăng 47%YoY).
Lợi nhuận gộp	3.437	3.449	Biên lãi gộp đạt 34,9%, thấp hơn so với mức 35,2% năm 2023 do (1) Giá bán giảm, nhất là giá bán phốt pho vàng giảm 9,5%YoY; (2) Tỷ trọng doanh thu các sản phẩm biên lãi gộp thấp tăng so với cùng kỳ; và (3) Tỷ lệ tự chủ trong 2024 thấp hơn 2023 vì hoạt động khai thác quặng chịu ảnh hưởng của bão Yagi trong quý 3.
Chi phí hoạt động	(581)	(618)	Chi phí hoạt động/DTT ở mức 6,2%, cao hơn mức 5,9% của 2023 do chi phí xuất khẩu tăng.
EBIT	3.595	3.480	Doanh thu tài chính giảm 12% do lãi suất tiền gửi giảm giảm 13,8%.
Chi phí lãi vay	(31,9)	(21,7)	
LNST Cổ đông công ty mẹ	3.110	2.987	

Kết quả kinh doanh DGC
(Đơn vị: tỷ đồng)



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2024



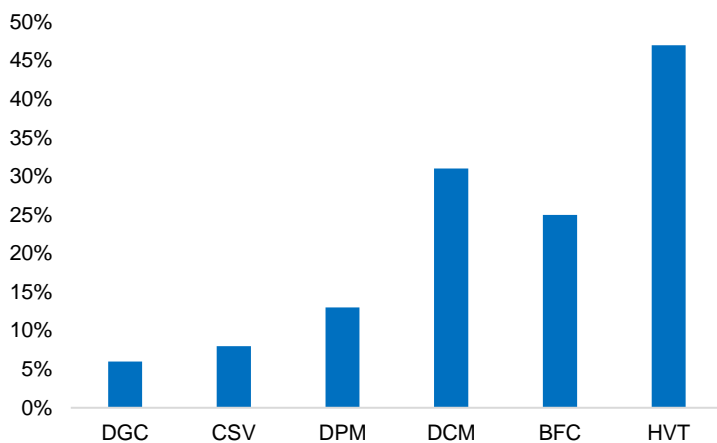
Nguồn: DGC

Bảng cân đối kế toán lành mạnh

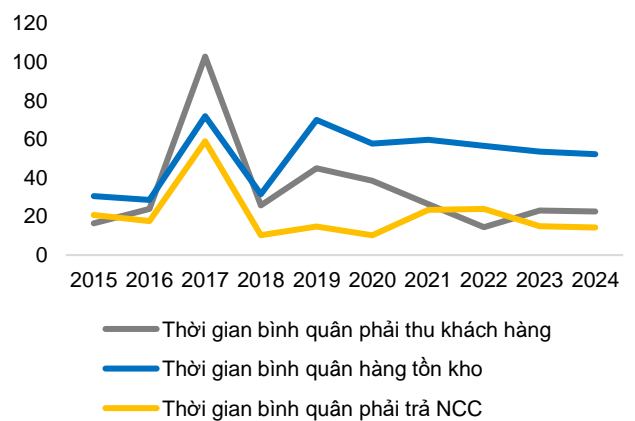
Tỷ lệ nợ vay thấp và khả năng thanh toán lành mạnh. Tỷ lệ đòn bẩy D/E ~6,3% trong 2024, ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong khi đó, tỷ lệ tiền mặt cao chiếm 67,5% tổng tài sản, đạt 10.686 tỷ đồng. Công ty có thể ưu tiên sử dụng nguồn vốn tự có để tài trợ các dự án mới mà không cần phải vay nợ thêm. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của DGC ở mức tốt với chỉ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 6,19 lần và chỉ số chi trả lãi vay (EBITDA/(Lãi vay + Nợ vay ngắn hạn)) ở mức khoảng 4,2 lần. Cả 2 chỉ số này đều có xu hướng cải thiện qua các năm.

Vòng quay vốn lưu động cải thiện. Số ngày phải thu, phải trả và tồn kho dao động khá đáng kể trước giai đoạn tái cấu trúc. Tuy nhiên, sau 2018, các chỉ số này đã cải thiện và bắt đầu ổn định.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH của một số doanh nghiệp hóa chất trong 2024



Vòng quay vốn lưu động cải thiện qua từng năm
(Đơn vị: ngày)



Nguồn: Fiinpro

Dự phóng kết quả kinh doanh 2025

(Đvt: tỷ đồng)	2024	2025 kế hoạch của DGC	2025 BVSC dự báo	
Doanh thu thuần	9.865	10.385	10.966	
Phốt pho & sản phẩm có gốc phốt pho	9.261	9.342	9.893	Động lực tăng trưởng doanh thu 2025 chủ yếu đến từ sản phẩm P4.
- Phốt pho vàng	4.252	4.655	5.194	<p>Kỳ vọng doanh thu tăng trưởng 22% trong 2025 nhờ nhu cầu tiêu thụ phục hồi. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm sản lượng xuất khẩu P4 từ 58 nghìn tấn xuống còn 52 nghìn tấn, nguyên nhân chính đến từ việc Mỹ áp thuế 46% lên các mặt hàng nhập khẩu từ Việt Nam. Trong dự báo trước, chúng tôi kỳ vọng DGC sẽ tăng tỷ trọng xuất sang Mỹ nhiều hơn từ 7% lên 10% trong 2025 nhờ nhu cầu tiêu thụ chips tại quốc gia này tăng cao trong bối cảnh sản lượng đá phốt phát tại Mỹ cũng đang cạn kiệt dần.</p> <p>Dự báo giá bán trung bình P4 tăng 5%-7% trong 2025, dao động ở mức 4.000-4.100 USD/tấn nhờ DGC đẩy mạnh xuất khẩu P4 tinh khiết cao sang các thị trường lớn như Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan thay vì xuất sang Ấn Độ (hiện nay giá xuất khẩu P4 sang Nhật Bản khoảng 4.300 USD/tấn, trong khi xuất sang Ấn Độ chỉ khoảng 3.800 USD/tấn).</p>
- Axit Photphoric (HPO & WPA)	1.770	1.250	1.250	<p>Doanh thu axit Photphoric của DGC trong 2025 ước tính sẽ giảm 27%YoY do DGC sẽ không xuất khẩu WPA trong 2025 mà ưu tiên xuất khẩu các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn. Doanh thu Axit Photphoric 2025 chỉ gồm axit Photphoric thực phẩm.</p> <p>Chúng tôi nhận định nhu cầu tiêu thụ axit Photphoric thực phẩm vẫn chưa phục hồi mạnh mẽ trong 2025 do sức mua người tiêu dùng vẫn yếu, nhất là trong bối cảnh các quốc gia tăng cường áp các loại thuế để bảo hộ nền sản xuất nội địa khiến giá cả hàng hóa tăng cao. Vì vậy chúng tôi thận trọng ước tính lại sản lượng tiêu thụ axit Photphoric thực phẩm khoảng 50 nghìn tấn (-15%YoY) trong 2025, ngang bằng với kế hoạch của công ty.</p> <p>Do nhu cầu tiêu thụ chưa phục hồi mạnh nên BVSC dự báo giá HPO vẫn đi ngang, ở mức 960-980 USD/tấn.</p>
- Phân DAP/MAP	1.758	1.885	1.898	<p>Doanh thu mảng phân bón DAP/MAP ước tính tăng 8% trong 2025, trong đó chúng tôi thận trọng ước tính sản lượng xuất khẩu phân DAP/MAP gần như đi ngang so với 2024 (tăng ~1%YoY) do sự không chắc chắn kéo dài về thời điểm Trung Quốc quay trở lại xuất khẩu, điều này khiến các nhà sản xuất không dám gia tăng sản xuất. Nguồn cung DAP trên thị trường những tháng đầu năm 2025 trở nên khan hiếm hơn. BVSC nhận định Trung Quốc khó quay lại xuất khẩu phân DAP/MAP trong 2025 do (1) Trung Quốc vẫn sẽ ưu tiên đảm bảo an ninh lương thực trong nước; và (2) Vào ngày 17 tháng 12 năm 2024, Ủy ban Ngoại thương của Brazil (Gecex) đã phê duyệt việc tăng thuế nhập khẩu đối với hơn 80 sản phẩm hóa chất và phân bón, với mức thuế</p>

mới lên đến 20% cho hầu hết các mặt hàng (Brazil là quốc gia đứng đầu về nhập khẩu phân DAP từ Trung Quốc).

Giá bán DAP/MAP trên thế giới tăng khá mạnh trong bối cảnh nguồn cung trở nên khan hiếm, ở mức 580–625 USD/tấn (tăng từ 20-30%YoY). Chúng tôi ước tính giá DAP/MAP xuất khẩu của DGC lần lượt 610 USD/tấn và 570 USD/tấn, tăng 10% so với giá bán năm 2024.

Doanh thu các sản phẩm khác tăng 77% so với 2024 nhờ sự đóng góp doanh thu lần đầu của các mặt hàng mới như Cồn 96%. Doanh thu của mảng Cồn 96% khoảng 425 tỷ đồng.

Doanh thu bột giặt và chất tẩy rửa ước tính cũng tăng 30%YoY, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng.

Thời hạn khai thác khai trường 25 sẽ hết hạn trong năm nay. Chính vì vậy, công ty đã xin gia hạn khai thác, đồng thời xin phép có thể khai thác xuống sâu hơn & mở rộng thêm 11 hecta tại khai trường này, giấy tờ hồ sơ mở rộng khai trường 25 đã đến những bước cuối cùng, dự kiến trong vòng quý 3 và quý 4 năm nay DGC sẽ bắt đầu khai thác mở rộng khai trường này. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận của DGC trong 2025 ở mức 36,4% (chưa bao gồm mức hoàn thuế VAT 5% từ phân bón), cao hơn 0,9 điểm phần trăm so với 2024 nhờ DGC tăng tỷ lệ tự chủ quặng đầu vào từ 2H2025.

Vì quặng chiếm 30% tổng cơ cấu chi phí nguyên liệu đầu vào của DGC, nên việc đủ quặng apatit đáp ứng cho sản xuất rất được quan tâm. Trong ĐHCĐ DGC vào cuối tháng 3, Ban lãnh đạo DGC cho biết cho biết 2 khai trường (khai trường 19 và khai trường 25) sau khi xin gia hạn và mở rộng khai thác có thể duy trì nguồn đầu vào cho DGC khoảng 5 năm nữa. Bên cạnh đó, công ty cũng tìm kiếm thêm nguồn để nhập khẩu quặng, gần đây nhất là nhập từ Ai Cập, dù chất lượng quặng nhập không thể tốt (chất lượng quặng nhập chỉ phù hợp để sản xuất phân bón) nhưng giá thành cũng khá rẻ từ 75-80 USD/tấn (rẻ hơn giá quặng mua ngoài tại nội địa từ 2 triệu -2,7triệu/tấn). Trong tương lai, DGC sẽ xin Nhà nước đấu thầu thêm khai trường 20,22 và 23 (trong vòng ít nhất 2 năm nữa sẽ đấu thầu) – ba khai trường này sẽ khai thác thêm được khoảng 30 triệu tấn quặng apatit loại 2, nếu trúng thầu 3 khai trường này thì công ty duy trì được sản lượng quặng đầu vào thêm 30 năm nữa.

Chi phí hoạt động/DTT ở mức 6,7%, ngang với 2024 do giá cước vận chuyển sẽ duy trì ở mức cao trong bối cảnh tình hình địa - chính trị vẫn còn rất phức tạp.

Chúng tôi ước tính mức lợi nhuận của DGC cao hơn kế hoạch của công ty do kế hoạch này chưa bao gồm mức biên lợi nhuận tăng từ mở rộng khai thác khai trường 25 và khoản hoàn thuế phân bón VAT 5%.

Bột giặt & chất tẩy rửa và các sản phẩm khác	604	1.043	1.073	
Lợi nhuận gộp	3.499	N/A	4.008	
Chi phí hoạt động	(665)		(768)	
EBIT	3.482		3.928	
Chi phí lãi vay	(21)		(29)	
LNST Cổ đông công ty mẹ	2.987	3.100	3.441	
EPS (đồng/cp)	7.865	8.162	9.060	

Cập nhật các dự án mới của DGC

Dự án	Đức Giang - Nghi Sơn	Alumina	Mảng BĐS
Tổng vốn đầu tư	2.400 tỷ đồng, ưu tiên nguồn vốn tự có.	57.000 tỷ đồng, VCB đã ký cam kết cho vay 14.500 tỷ đồng.	
Công suất hằng năm	<ul style="list-style-type: none"> - Giai đoạn 1: 50 nghìn tấn Xút. - Giai đoạn 2: 100 nghìn tấn Xút và 160 nghìn PVC. 	1,2 triệu tấn Alumina.	
Tiến độ mới nhất	Công ty đã khởi công dự án vào ngày 17/02/2025.	<ul style="list-style-type: none"> - Đã ký MOU với tỉnh Đắk Nông cho dự án bauxit với mức đầu tư khoảng 2,3 tỷ USD (chỉ đứng sau TH True Milk với tổng mức đầu tư 3,6 tỷ USD). - Cuối 2024, DGC đã nộp đơn để xin giấy phép đầu tư, công ty mong muốn đẩy nhanh tiến độ nhưng điều này phụ thuộc vào nhiều yếu tố. Ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ nhận được giấy phép đầu tư trong 2025 và 2026 sẽ bắt đầu xây dựng. - DGC đã đề xuất thành lập một công ty con chuyên về dự án bauxit, với vốn điều lệ tương đương 35% tổng tài sản (khoảng 5,5 nghìn tỷ đồng). 	<ul style="list-style-type: none"> - Dự án chung cư hóa chất Đức Giang tại Long Biên rộng 5,4ha (gồm 1.000 căn hộ chung cư và 60 căn nhà liền kề), đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 và được đưa vào danh mục thí điểm nhưng chưa rõ liệu có được chấp thuận chủ trương đầu tư trong tháng 4 hay không. - Dự án nhà ở xã hội tại Hải Phòng: công ty còn có kế hoạch chuyển đổi hơn 3ha đất tại khu vực nhà máy ác quy Tia Sáng (Hải Phòng) thành dự án nhà ở xã hội, dự kiến khoảng 1.000 căn hộ.
Bắt đầu khởi công	<ul style="list-style-type: none"> - Giai đoạn 1: Khởi công vào 17/02/2025. Năm 2025, công ty sẽ chi đầu tư thêm 1.200 tỷ cho dự án Nghi Sơn. - Giai đoạn 2: 4-5 năm tới. 	2-3 năm tới (trong điều kiện thuận lợi).	
Kết quả kinh doanh dự kiến	<ul style="list-style-type: none"> - Dự kiến tới Q1.2026 sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu, chậm nhất là Q2.2026. - Ban lãnh đạo DGC nhận định hiện nay nhu cầu Xút ngày càng tăng và PVCChems đã đảm bảo thỏa thuận tiêu thụ 30% cho công suất nhà máy, và một số khách hàng khác đã cam kết tiêu thụ khoảng 20% công suất trong năm đầu tiên. Tuy nhiên, các sản phẩm dẫn xuất Cl₂ (như khí Cl₂ dư và axit HCl) lại hơi khó tiêu thụ. Công ty sẽ phải bán sản phẩm ở mức giá cạnh tranh với các công ty của Vinachem, bên cạnh đó sẽ tận dụng Clo để tiên phong sản xuất PCl₃. - Doanh thu: 2.000–2.500 tỷ đồng/năm khi đã chạy full công suất. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ban lãnh đạo DGC nhận định đây là dự án giúp DGC tăng trưởng mạnh trong dài hạn với mức lợi nhuận rất lớn (giá bán Alumin 450 USD/tấn nhưng giá thành sản xuất chưa tới 250 USD/tấn). Hiện nay chỉ có Vinacomin sản xuất được Alumina với công suất 600 nghìn tấn và lợi nhuận khoảng 3.000 tỷ/năm. DGC ước tính với công suất gấp đôi Vinacomin. - Mất khoảng 2 năm xây dựng, bắt đầu ghi nhận KQKD vào 2029–2030. - Doanh thu: 12.000 tỷ đồng/năm. - LNST: 5.000–6.000 tỷ đồng/năm 	<ul style="list-style-type: none"> - Dự án chung cư hóa chất Đức Giang tại Long Biên: doanh thu hơn 5.000 tỷ đồng và lợi nhuận khoảng 1.000 tỷ đồng. - Dự án nhà ở xã hội tại Hải Phòng: lợi nhuận từ 300–500 tỷ đồng.

- Biên lợi nhuận gộp mảng Xút lên tới 20%. Lợi nhuận ròng của dự án dao động 220-250 tỷ đồng/năm. Tỷ suất sinh lời 10% do nguyên liệu đầu vào phải mua từ bên ngoài.

- Nguồn cung Xút tại Việt Nam chỉ mới đáp ứng 40% nhu cầu tiêu thụ.

- Tiềm năng tăng trưởng ngành Xút 10%/năm.

- Tận dụng Xút để sản xuất Alumina (cần 70 nghìn tấn/năm).

- Tận dụng khí Cl₂ từ quá trình sản xuất Xút để sản xuất photpho tricolorua (PCl₃) - chất dùng cho phòng cháy chữa cháy, thuốc trừ sâu và gián tiếp sản xuất pin xe điện.

- Ban lãnh đạo DGC cho biết thị trường pin LFP đang rất tiềm năng trong bối cảnh 90% công suất sản xuất pin LFP toàn cầu đang nằm tại Trung Quốc nhưng các tập đoàn đa quốc gia lại muốn đa dạng hoá nhà cung cấp thay vì phụ thuộc vào Trung Quốc.

- DGC nỗ lực hướng tới việc sản xuất PVC vì tỷ suất sinh lợi cao, ước tính lợi nhuận có thể đạt 400-500 USD/tấn nếu giá PVC đạt 800-900 USD.

- Tốc độ tăng trưởng thị trường Alumina tại Khu vực Châu Á Thái Bình Dương 9-10%/năm trong giai đoạn 2022-2032.

- Thị trường bất động sản chung cư tại Việt Nam trong giai đoạn 2025-2030 dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình hàng năm (CAGR) khoảng 12,55%.

- Về phân khúc nhà ở xã hội, Chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu hoàn thành gần 1 triệu căn hộ nhà ở xã hội vào năm 2030, với số lượng căn hộ hoàn thành hàng năm tăng dần từ 100.275 căn vào năm 2025 và lên 271.161 căn vào năm 2030.

Tiềm năng tăng trưởng

Định giá và quan điểm đầu tư

Chúng tôi điều chỉnh giảm DTT và LNST Cổ đông công ty mẹ của DGC trong 2025 từ mức 12.025 tỷ đồng và 3.959 tỷ đồng xuống 10.966 tỷ đồng và 3.441 tỷ đồng do (1) Chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm sản lượng xuất khẩu P4 từ 58 nghìn tấn xuống còn 52 nghìn tấn, nguyên nhân chính đến từ việc Mỹ áp thuế 46% lên các mặt hàng nhập khẩu từ Việt Nam; (2) Tạm ngừng xuất khẩu WPA trong 2025 để ưu tiên xuất khẩu các sản phẩm có nhu cầu và biên lợi nhuận cao hơn; và (3) Giảm sản lượng xuất khẩu Axit Photohoric thực phẩm vì sức mua vẫn còn yếu. Bên cạnh đó, chúng tôi thận trọng điều chỉnh target multiple do thị trường khá bi quan về các doanh nghiệp có tỷ trọng doanh thu xuất khẩu lớn trong bối cảnh các quốc gia liên tục áp thuế để “bảo hộ” sản xuất nội địa và quá trình pháp lý của các dự án mới cũng lâu hơn so với dự kiến (đơn cử dự án Nghi Sơn hoàn thành pháp lý lâu khoảng 2 năm so với dự kiến). BVSC hạ giá mục tiêu cho cổ phiếu DGC từ mức **129.300 đồng cổ phiếu xuống còn 111.300 đồng/cổ phiếu** (tương đương với mức P/E 2025 12,2x, cao hơn mức P/E trung bình 5 năm là 11,5x) do chúng tôi đánh giá DGC là doanh nghiệp đầu ngành và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng từ dự án mới, mức định giá này khá hợp lý bởi triển

vọng lợi nhuận tăng trưởng ổn định (CAGR EPS đạt 11% trong giai đoạn 2025-2030 – đây là mức tăng trưởng chưa tính tới các dự án lớn như Alumina và bất động sản).

Trong dài hạn, chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu DGC vì (1) DGC là doanh nghiệp đứng đầu ngành Hóa chất, sở hữu chuỗi giá trị sản xuất khép kín sản xuất đa dạng các sản phẩm có gốc Photpho; (2) Tận dụng cơ hội chu kỳ bán dẫn phục hồi trở lại, DGC đủ năng lực đáp ứng sản lượng xuất khẩu khi sở hữu năng lực sản xuất P4 khoảng 80 nghìn tấn; (3) Biên lãi gộp P4 dự báo tiếp tục cải thiện nhờ chiến lược đẩy mạnh xuất khẩu P4 có độ tinh khiết và gia hạn thời gian khai thác cũng như mở rộng diện tích khai thác tại khai trường 25; (4) Tiềm năng tăng trưởng từ các dự án mới như Đức Giang – Nghi Sơn sản xuất Xút và PVC, nhà máy cồn Đại Việt, sản xuất Alumina tại Đăk Nông và mảng bất động sản chung cư; và (5) Cổ phiếu đang ở mức định giá thấp. Ở mức giá hiện tại, ước tính mức P/E năm 2025 của DGC ~8,1x, thấp hơn so với mức P/E trung bình 5 năm là 11,5x.

Định giá (Đvt: đồng/cp)	Định giá	Tỷ trọng
Định giá theo phương pháp DCF (WACC = 12%)	117.050	50%
Định giá theo phương pháp multiple	105.624	50%
Giá mục tiêu của DGC	111.300	

Phương pháp DCF

Tổng hợp định giá FCFF	
Lãi suất chiết khấu	12%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	44.891
(-) Nợ vay ròng (tỷ đồng)	734
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	44.157
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	379.778.413
Giá mục tiêu DGC (đồng/cp)	116.269
Tổng hợp định giá FCFE	
Giá trị dòng tiền hiện tại tại vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	44.750
Giá mục tiêu DGC (đồng/cp)	117.831

Phương pháp multiple

Phương pháp P/B	
Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	3.441
BVPS FW 2025 (đồng/cp)	45.603
P/B mục tiêu (giảm từ 3x xuống 2,5x)	2,5x
Giá trị cổ phiếu của DGC (đồng/cp)	114.000

Phương pháp P/E

Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	3.441
EPS 2025 (đồng/cp)	9.060
P/E mục tiêu (giảm từ 12x xuống 11,5x)	11,5x
Giá trị cổ phiếu của DGC (đồng/cp)	104.189

Phương pháp EV/EBITDA

Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	3.441
EBITDA 2025 (tỷ đồng)	3.748
EV/EBITDA mục tiêu (giảm từ 12x xuống 10x)	10x
Số lượng cổ phiếu (cổ phiếu)	379.778.413
Giá trị cổ phiếu của DGC (đồng/cp)	98.683

Rủi ro

- Thị trường phốt pho vàng không phục hồi như kỳ vọng.
- Biến động giá cả hàng hóa và nguyên vật liệu đầu vào.
- Các dự án mới đi vào hoạt động chậm hơn dự kiến.
- Doanh thu phụ thuộc nhiều vào thị trường xuất khẩu, dễ chịu tác động tiêu cực nếu xảy ra chiến tranh, thiên tai... tại các quốc gia này.
- Khai thác quặng và sản xuất một số sản phẩm hóa chất gây ô nhiễm môi trường.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	14.444	9.748	9.865	10.966
Giá vốn	(7.694)	(6.308)	(6.367)	(6.959)
Lợi nhuận gộp	6.750	3.440	3.499	4.008
Doanh thu tài chính	533,3	739,3	649,2	689,0
Chi phí lãi vay	(17,6)	(31,9)	(21,1)	(29,3)
Lợi nhuận sau thuế CĐ công ty mẹ	5.565	3.100	2.987	3.441

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền, khoản tương đương tiền	1.535	1.061	130	1.657
Các khoản phải thu ngắn hạn	919	1.134	985	1.117
Hàng tồn kho	1.000	855	985	1077
Tài sản cố định hữu hình	1.781	2.099	2.151	2.793
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tổng tài sản	13.406	15.492	15.821	18.287
Nợ vay ngắn hạn	2.571	3.492	2.052	2.307
Nợ vay dài hạn	0	0	67	15
Vốn chủ sở hữu	10.834	12.000	13.701	15.965
Tổng nguồn vốn	13.406	15.492	15.821	18.287

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	51,2%	-32,5%	1,2%	11,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	140%	-44%	-4%	15%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	46,7%	35,4%	35,5%	36,5%
Lợi nhuận thuần biên	38,5%	31,9%	30,3%	31,4%
ROA	51%	22%	19%	20%
ROE	65%	27%	23%	23%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	6%	6%	7%	5%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	8%	8%	9%	6%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	14.653	8.186	7.870	9.060
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	34.066	37.292	38.478	45.603

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định

Định nghĩa

OUTPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%

NEUTRAL

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%

UNDERPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Khu công nghiệp
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không
thanhnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng
khoim@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888