

Ngành Hóa chất

Báo cáo cập nhật

Tháng 9, 2024

Mã giao dịch: DGC

Reuters: DGC.HM

Bloomberg: DGC VN

Kỳ vọng tăng trưởng trở lại trong quý 3

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **134.500**

Giá thị trường (19/9/2024) 114.600

Lợi nhuận kỳ vọng +17,4%

Ước tính kết quả kinh doanh quý 3/2024 của DGC. BVSC ước tính kết quả kinh doanh quý 3 của DGC với doanh thu thuần đạt 2.885 tỷ đồng (+17%YoY; +15,2%YoYQoQ) và LNST Cổ đông Công ty mẹ đạt 942 tỷ đồng (+23,8%YoY; +11,9%QoQ) nhờ sản lượng các sản phẩm gốc Photpho tăng trở lại. Trong đó, mảng P4 chiếm tỷ trọng 42% doanh thu, ước tính sản lượng tiêu thụ gần 12 nghìn tấn (+30%YoY) và giá bán xấp xỉ 4.000 USD/tấn (+10%YoY).

Điểm nhấn đầu tư

Mảng Phốt pho vàng kỳ vọng phục hồi về cả sản lượng và giá bán trong 2H2024 và 2025. Chúng tôi kỳ vọng mảng xuất khẩu P4 của DGC sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong 2H2024 và 2025 nhờ nhu cầu P4 trên thị trường đang có xu hướng gia tăng trở lại do lượng hàng tồn kho của các khách hàng đã dần cạn kiệt, đặc biệt là các khách hàng khu vực Nhật Bản, Hàn Quốc và Ấn Độ. Trong trung và dài hạn, 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 Ấn Độ.

Đẩy mạnh mảng phân bón DAP/MAP. Nguồn cung MAP/DAP trên thế giới đang thiếu hụt do Trung Quốc vẫn hạn chế xuất khẩu mặt hàng này, trong khi đó nhu cầu tăng mạnh ở khu vực Đông Nam Á, DGC tận dụng cơ hội này để đẩy mạnh sản xuất phân lân thay thế cho WAP, mảng này cũng có BLN tốt hơn so với WAP.

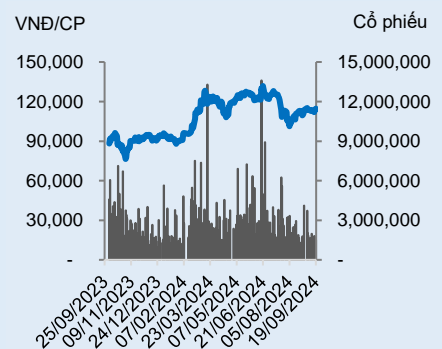
Dự án mua lại nhà máy mới cồn Đại Việt. DGC đang tiến hành sửa chữa và nâng cấp lại dây chuyền sản xuất, dự kiến sẽ vận hành thương mại trong đầu tháng 10 với công suất sử dụng tối đa dự kiến trong vòng 1-2 tháng. Doanh thu dự kiến khoảng 1.000 tỷ đồng/năm và LNST khoảng 200-300 tỷ đồng/năm.

Định giá và khuyến nghị. Chúng tôi dự phóng DTT và LNST Cổ đông công ty mẹ của DGC trong 2024 lần lượt 10.785 tỷ đồng (+10,6%YoY) và 3.650 tỷ đồng (+17%YoY), kỳ vọng doanh thu P4 phục hồi mạnh mẽ hơn trong 2H2024 với sản lượng ước tính tăng hơn 60%YoY. Bước sang 2025, chúng tôi điều chỉnh giảm 1 điểm phần trăm trong lợi nhuận gộp của DGC so với ước tính trong báo cáo chiến lược với giả định giá P4 xuất khẩu chưa hồi mạnh do thừa cung axit Photphoric thực phẩm ở Trung Quốc. Ước tính mức tăng trưởng DTT và LNST (chưa bao gồm KQKD của nhà máy cồn Đại Việt) trong 2025 khoảng 18% và 22%YoY nhờ mảng P4 tiếp tục tăng trưởng mạnh và sản lượng quặng khai thác tại khai trường 25 tăng lên gấp đôi, nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào của DGC lên 100% từ năm 2025. Ở mức giá hiện tại, ước tính mức P/E giai đoạn 2024-2025 của DGC ~10,3x, thấp hơn so với mức P/E trung bình 5 năm là 12x. BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu DGC trong vòng 12 tháng tới với giá mục tiêu là **134.500 đồng/cổ phiếu – tiềm năng tăng trưởng 17,4%.**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	76.472-131.800
Vốn hóa	43.523 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	379.778.413
KLGD bình quân 10 ngày	1.492.773
% sở hữu nước ngoài	18,04%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,6%
Beta	1,2

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DGC	22,2%	1,6%	-8,3%	-7,5%
VN-Index	12,3%	-1,0%	0,8%	-1,5%

Chuyên viên phân tích

Tôn Nữ Nhật Minh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

minhtn@bvsc.com.vn

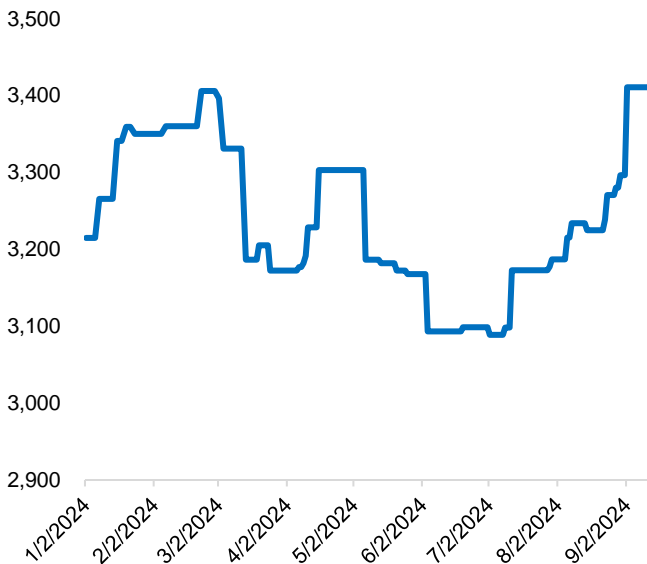
Nhận định thị trường Phốt pho vàng 2024

Hiện giá P4 nội địa tại Trung Quốc khoảng 3.400 USD/tấn, tăng hơn 10% từ vùng đáy trong tháng 7/2024. Chúng tôi dự báo giá P4 sẽ tiếp tục tăng trở lại khi Trung Quốc đang phải đối mặt với đợt nắng nóng gay gắt, các chính quyền địa phương tại Trung Quốc đã hạn chế cung cấp điện cho các doanh nghiệp, dẫn đến một số nhà máy tạm ngừng sản xuất.

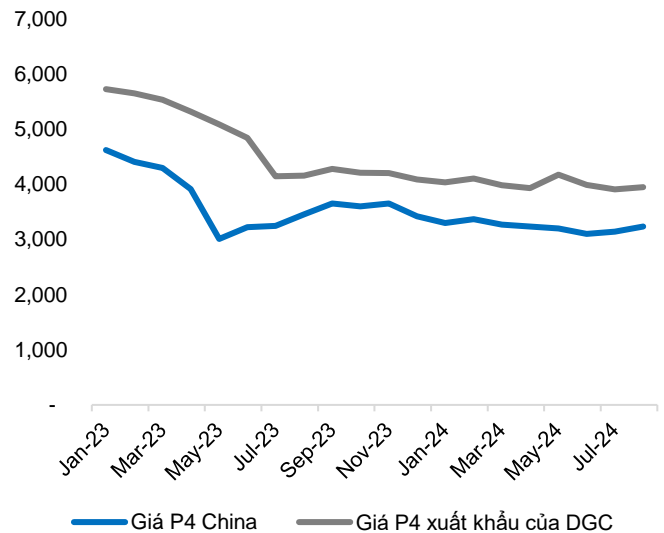
Ban lãnh đạo DGC cho biết nhu cầu P4 trên thị trường đang có xu hướng gia tăng trở lại do lượng hàng tồn kho của các khách hàng đã dần cạn kiệt, đặc biệt là các khách hàng khu vực Nhật Bản, Hàn Quốc và Ấn Độ. Sản lượng bán P4 vẫn ở mức ổn định qua các tháng từ 3.000–4.000 tấn/tháng trong 1H2024, riêng tháng 7 sản lượng P4 xuất khẩu DGC tốt hơn, đạt hơn 4.700 tấn, gấp đôi so với tháng trước và so với cùng kỳ. Chúng tôi nhận định sản lượng xuất khẩu P4 của DGC trong 2H2024 sẽ tốt hơn so với 1H2024 do khách hàng bắt đầu nhập tồn kho trở lại và tỷ trọng bán hàng P4 tinh khiết dùng cho chất bán dẫn sẽ tăng lên.

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.

Diễn biến giá P4 Trung Quốc trong năm 2024
(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 1H2024

Kết quả kinh doanh quý 1H2024 thấp hơn so với kỳ vọng

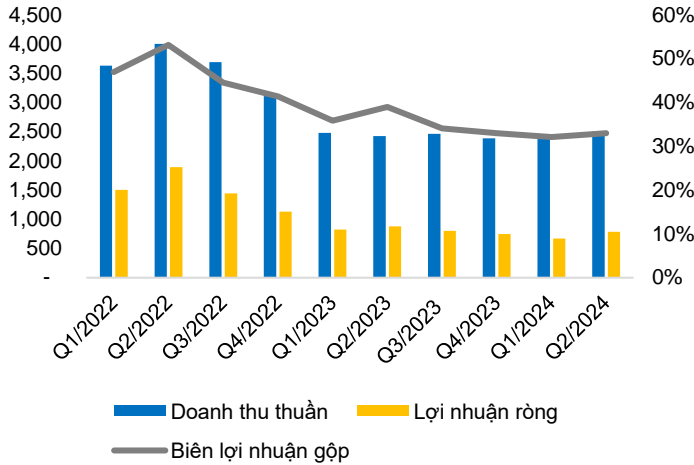
Doanh thu thuần của DGC trong 1H2024 đạt 4.889 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ. Các mảng Photpho vàng, axit Photphoric thực phẩm và WAP đều giảm về sản lượng và giá bán, trong khi đó, mảng phân lân DAP/MAP lại ghi nhận kết quả kinh doanh khá tích cực nhờ sản lượng tăng trưởng hơn 94%YoY.

Biên lãi gộp của DGC trong 6 tháng đầu năm 2024 chỉ đạt 35,7%, giảm 1,8 điểm phần trăm so với cùng kỳ do (1) Giá bán của các sản phẩm cốt lõi giảm; và (2) Công ty đẩy mạnh xuất khẩu các sản phẩm có biên lãi gộp thấp. Tuy nhiên, công ty nỗ lực kiểm soát chi phí hoạt động trong bối cảnh tình hình kinh doanh không thuận lợi, tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 6%. Cuối kỳ, lợi nhuận sau thuế của DGC đạt 1.553 tỷ đồng (-5,8%YoY).

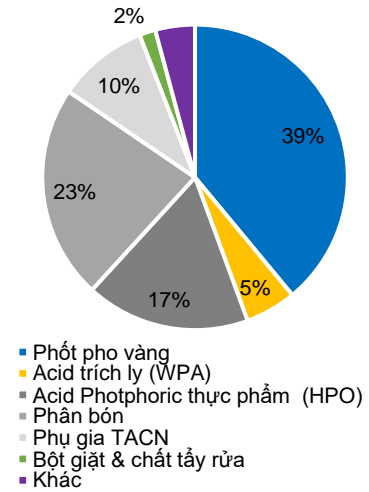
Tóm tắt kết quả kinh doanh 1H2024

(Đvt: tỷ đồng)	1H2023	1H2024	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	4.896	4.889	
Phốt pho & sản phẩm có gốc phốt pho	4.676	4.580	
- Phốt pho vàng	2.026	1.906	Doanh thu giảm 6%YoY, trong đó: - Sản lượng tăng 12,4%YoY do nền thấp năm 2023. - Giá bán trung bình giảm 17,5%.
- WPA	585	264	Doanh thu giảm 55%, trong đó: - Sản lượng giảm 56% do Công ty tập trung đẩy mạnh sản xuất phân DAP/MAP thay vì sản xuất WAP. - Giá bán trung bình tăng nhẹ 2,8%.
- HPO	990	852	Doanh thu giảm 14%, trong đó: - Sản lượng giảm 2,8%YoY do thừa cung axit Photphoric thực phẩm. - Giá bán trung bình giảm 11,5%.
- Phân lân DAP/MAP	441	831	Doanh thu tăng 88%, trong đó: - Sản lượng tăng 94,4%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 giảm 3%.
Bột giặt & chất tẩy rửa và các sản phẩm khác	75	82	Động lực tăng trưởng đến từ chất tẩy rửa và bột giặt.
Khác	145	227	Doanh thu ắc quy bắt đầu ghi nhận từ quý 2/2023, doanh thu trung bình mỗi quý từ 45-50 tỷ đồng.
Lợi nhuận gộp	1.830	1.750	Biên lãi gộp đạt 35,7%, thấp hơn so với mức 37,4% của 1H2023 do (1) Giá bán giảm, nhất là giá bán phốt pho vàng giảm từ mức 4.690 USD/tấn xuống còn 3.800 USD/tấn; và (2) Tỷ trọng doanh thu các sản phẩm biên lãi gộp thấp tăng so với cùng kỳ.
Chi phí hoạt động	(296)	(303)	Chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 6%.
EBIT	1.534	1.447	
Chi phí lãi vay	(15,7)	(11,8)	
LNST Cổ đông công ty mẹ	1.627	1.553	

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



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 1H2024



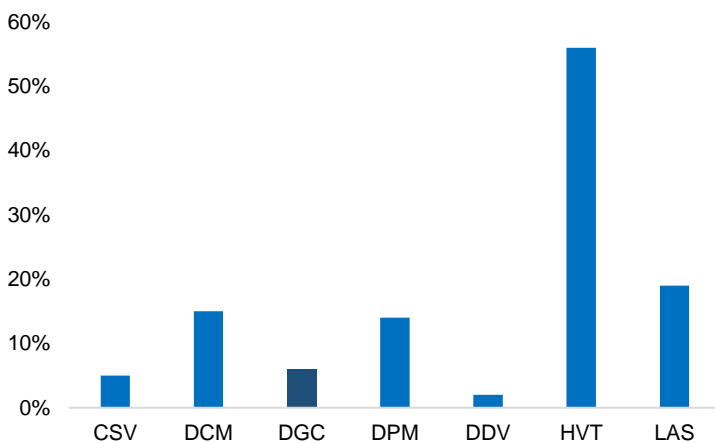
Nguồn: DGC

Bảng cân đối kế toán lành mạnh

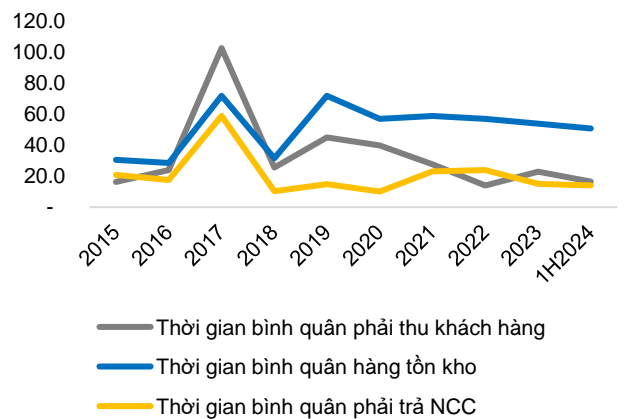
Tỷ lệ nợ vay thấp và khả năng thanh toán lành mạnh. Tỷ lệ đòn bẩy D/E ~6% trong 1H2024, ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong khi đó, tỷ lệ tiền mặt cao chiếm 66,4% tổng tài sản, đạt 10.239 tỷ đồng. Công ty có thể ưu tiên sử dụng nguồn vốn tự có để tài trợ các dự án mới mà không cần phải 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 6,24 lần và chỉ số chi trả lãi vay (EBITDA/(Lãi vay + Nợ vay ngắn hạn)) ở mức khoảng 1,96 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 1H2024



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



Nguồn: Fiipro

Dự phóng kết quả kinh doanh Q3.2024

(Đvt: tỷ đồng)	Q3.2023	Q3.2024	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	2.464	2.885	
Phốt pho & sản phẩm có gốc phốt pho	2.301	2.792	<p>Doanh thu P4 ước tính tăng 68%YoY, trong đó:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng ước tính tăng 53%YoY nhờ các khách hàng các thị trường trọng điểm như Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan bắt đầu nhập tồn kho trở lại, đồng thời xuất khẩu đến các thị trường mới tại Đông Nam Á và Mỹ. - Giá bán ước tính tăng 10,5%YoY và tăng 5%QoQ do sản lượng P4 xuất qua thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan tăng trở lại (giá bán tại các thị trường này dao động ở mức 4.000–4.500 USD/tấn), bên cạnh đó giá P4 của Trung Quốc cũng hồi trở lại do thiếu điện trầm trọng vào đầu tháng 7 khiến một số nhà máy sản xuất đóng cửa, dẫn đến thiếu hụt nguồn cung P4. - Doanh thu axit Photphoric thực phẩm ước tính giảm 22%YoY do thế giới đang dư thừa nguồn cung. - Trong quý 3/2024, chúng tôi vẫn cho rằng DGC sẽ tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu phân DAP/MAP thay vì WPA trong bối cảnh giá phân lân đang trên đà tăng.
Bột giặt & chất tẩy rửa và các sản phẩm khác	99	93	
Lợi nhuận gộp	840	1.045	Biên lãi gộp ước tính khoảng 36,2%, cao hơn mức 35,7% của 1H2024 với kỳ vọng doanh thu mảng P4 tăng trở lại.
Chi phí hoạt động	(157)	(176)	Chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 5-6%.
EBIT	811	978	
LNST Cổ đông công ty mẹ	761	942	

Dự phóng kết quả kinh doanh 2024-2025

(Đvt: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	
Doanh thu thuần	9.784	10.785	12.710	
Phốt pho & sản phẩm có gốc phốt pho	9.464	10.256	12.376	<p>Động lực tăng trưởng doanh thu 2024 và 2025 chủ yếu đến từ sản phẩm P4.</p> <p>Kỳ vọng doanh thu tăng trưởng 20-35% trong giai đoạn 2024-2025 nhờ nhu cầu tiêu thụ phục hồi (Theo World Semiconductor Trade Statistics, doanh số chất bán dẫn duy trì dự báo mức tăng trưởng trong năm 2024 và 2025 đạt lần lượt 17,5% và 12,3%YoY). Chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu P4 của DGC lần lượt tăng 25% trong 2024 và 30% trong 2025.</p> <p>Giá bán dự báo chỉ tăng 5% trong 2025 mặc dù tiêu thụ chất bán dẫn tăng mạnh nhưng tiêu thụ axit Photphoric thực phẩm vẫn chưa phục hồi mạnh mẽ trong năm sau (trong khi đó sản lượng tiêu thụ P4 đóng góp 40% cho mảng sản xuất axit Photphoric) do dư thừa cung, điều này khiến giá P4 không thể tăng mạnh.</p>
- Phốt pho vàng	3.692	4.904	6.079	

Báo cáo cập nhật DGC

- Axit Photphoric	3.441	2.029	3.015	<p>Giá bán axit tăng nhẹ ~2-3% trong 2024, tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu giảm 20-40% do nhu cầu yếu. DGC đẩy mạnh xuất khẩu mảng phân lân thay vì xuất khẩu WPA.</p> <p>Trong 2025, chúng tôi cho rằng sản lượng xuất khẩu WPA sẽ tăng trở lại nếu Trung Quốc gỡ bỏ lệnh hạn chế xuất khẩu phân DAP/MAP.</p>
- Phân DAP/MAP	810	1.632	1.395	<p>Nguồn cung DAP/MAP thiếu hụt trong 2024 do Trung Quốc hạn chế xuất khẩu, sản lượng xuất khẩu ước tính tăng gấp đôi so với 2023 (trong đó sản lượng xuất khẩu phân MAP tăng 172%, phân DAP tăng 27%).</p> <p>Tuy nhiên 2025, nếu Trung Quốc gỡ bỏ lệnh hạn chế xuất khẩu phân DAP/MAP, sản lượng xuất khẩu ước tính giảm 20%.</p>
Bột giặt & chất tẩy rửa và các sản phẩm khác	320	529	478	<p>Doanh thu các sản phẩm mới (như Ấc quy, NPK) bù đắp cho sự sụt giảm doanh thu của bột giặt.</p>
Lợi nhuận gộp	3.440	3.928	4.915	<p>Lợi nhuận gộp tăng 14%YoY trong 2024 với kỳ vọng tỷ trọng doanh thu P4 tăng trong 2H2024. Bên cạnh đó, giá nguyên liệu đầu vào như than cốc, quặng apatit giảm so với cùng kỳ. Ước tính lợi nhuận gộp tăng 33% và biên lợi nhuận gộp tăng 4,7 điểm phần trăm trong 2025 nhờ (1) đẩy mạnh xuất khẩu sản phẩm P4 có độ tinh khiết hơn; và (2) được cấp giấy phép khai thác sản lượng quặng gấp đôi tại khai trường 25 vào cuối năm 2024, từ đó nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào ở mức 100%.</p>
Chi phí hoạt động	(594)	(615)	(763)	Chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 5-6%.
EBIT	3.520	4.057	4.973	
Chi phí lãi vay	(32)	(29)	(29)	
LNST Cổ đông công ty mẹ	3.100	3.650	4.455	
EPS (đồng/cp)	8.163	9.612	11.730	

Cập nhật các dự án mới của DGC

Dự án	Đức Giang - Nghi Sơn	Alumina
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	<ul style="list-style-type: none"> - Đã được phê duyệt báo cáo tác động môi trường. - Đặt hàng các thiết bị chính để khởi công dự án. - Hoàn thành thiết kế cơ bản và thiết kế chi tiết cho nhà máy. - Đang xin giấy phép xây dựng. 	<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). - Ưu tiên những nhà đầu tư có năng lực tài chính và công nghệ cao như DGC, TH True Milk. - DGC bắt đầu tuyển dụng những vị trí chủ chốt cho dự án Alumina. - DGC đã xây dựng nhà máy phân bón NPK tại tỉnh Đắk Nông như một dịch vụ xã hội. - Công ty đang nộp đơn xin khai thác bauxit và chế biến thành Alumina.
Bắt đầu khởi công	<ul style="list-style-type: none"> - Giai đoạn 1: Quý 4.2024, khởi công trễ so với dự kiến do các vấn đề pháp lý về giải phóng mặt bằng (GPMB). Ban lãnh đạo DGC cho biết tại thời điểm đầu tháng 8 việc GPMB, hiện đang trong quá trình xin giấy phép xây dựng và phòng cháy chữa cháy. Năm 2025, Công ty sẽ chi đầu tư thêm 1.000 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"> - Mất khoảng 1,5 năm để hoàn thành xong tổ hợp Nghi Sơn, bắt đầu ghi nhận KQKD vào Q4.2025. - Ban lãnh đạo tự tin chỉ mất 2 tháng nhà máy sẽ chạy full công suất. - Doanh thu: 2.000–2.500 tỷ đồng/năm. - Lợi nhuận ròng: 220-250 tỷ đồng/năm. Tỷ suất sinh lời 10% do nguyên liệu đầu vào phải mua từ bên ngoài. 	<ul style="list-style-type: none"> - Mất khoảng 2 năm xây dựng, bắt đầu ghi nhận KQKD vào 2029–2030. - Doanh thu: 4.800 tỷ đồng/năm. - Tỷ suất sinh lời 20%.
Tiềm năng tăng trưởng	<ul style="list-style-type: none"> - 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 triclorea - một thành phần quan trọng trong sản xuất chất bán dẫn và 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. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tốc độ tăng trưởng thị trường Alumina tại Khu vực Châu Á Thái Bình Dương 9-10%/năm trong giai đoạn 2022-2032.

Định giá và quan điểm đầu tư

Chúng tôi điều chỉnh giảm DTT và LNST của DGC trong 2025 từ mức 13.632 tỷ đồng và 4.901 tỷ đồng xuống 12.710 tỷ đồng và 4.455 tỷ đồng do (1) Giá bán các sản phẩm chủ lực không tăng mạnh như kỳ vọng; (2) BVSC loại bỏ kết quả kinh doanh của dự án Nghi Sơn từ 2025 vì trễ tiến độ xây dựng. Tuy nhiên, 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 Photphorus; (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 cao từ mức 40% lên 70% trong tương lai và sản lượng quặng khai thác tại khai trường 25 tăng lên gấp đôi, nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào của DGC lên 100% từ năm 2025; và (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 và sản xuất Alumina tại Đắk Nông.

BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DGC với giá mục tiêu cho DGC **134.500 đồng/cổ phiếu** (với mức P/E mục tiêu 13x, cao hơn mức P/E trung bình 5 năm là 12x) 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 15% trong giai đoạn 2024-2029). Ở mức giá hiện tại, ước tính mức P/E giai đoạn 2024-2025 của DGC ~10,3x, thấp hơn so với mức P/E trung bình 5 năm là 12x.

Định giá (Đvt: đồng/cp)	Định giá	Tỷ trọng
Định giá theo phương pháp DCF (WACC = 13,2%)	126.575	50%
Định giá theo phương pháp multiple	144.144	50%
Giá mục tiêu của DGC	134.500	

Phương pháp DCF

Tổng hợp định giá FCFE	
Lãi suất chiết khấu	13,2%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	47.819
(-) Nợ vay ròng (tỷ đồng)	718
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	47.551
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	379.778.413
Giá mục tiêu DGC (đồng/cổ phiếu)	125.208
Tổng hợp định giá FCFE	
Giá trị dòng tiền hiện tại vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	48.590
Giá mục tiêu DGC (đồng/cổ phiếu)	127.943

Phương pháp multiple
Phương pháp P/B

Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	4.453
BVPS FW 2025 (đồng/cp)	45.203
P/B mục tiêu	3,0x
Giá trị cổ phiếu của DGC (đồng/cổ phiếu)	135.612

Phương pháp P/E

Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	4.453
EPS 2025 (đồng)	11.730
P/E mục tiêu	13,0x
Giá trị cổ phiếu của DGC (đồng/cổ phiếu)	145.610

Phương pháp EV/EBITDA

Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	4.453
EBITDA 2025 (tỷ đồng)	5.106
EV/EVITDA mục tiêu	12,0x
Số lượng cổ phiếu (cổ phiếu)	379.778.413
Giá trị cổ phiếu của DGC (đồng/cổ phiếu)	148.211

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)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	9.550	14.444	9.748	10.785
Giá vốn	(6.368)	(7.694)	(6.308)	(6.857)
Lợi nhuận gộp	3.182	6.750	3.440	3.928
Doanh thu tài chính	170,7	533,3	739,3	858,7
Chi phí lãi vay	(13,7)	(17,6)	(31,9)	(29,4)
Lợi nhuận sau thuế	2.388	5.565	3.100	3.650

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2021	2022	2023	2024F
Tiền, khoản tương đương tiền	124	1.535	1.061	5.601
Các khoản phải thu ngắn hạn	781	919	1.134	1.255
Hàng tồn kho	1.386	1.000	855	932
Tài sản cố định hữu hình	1.974	1.781	2.099	1.567
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tổng tài sản	8.521	13.406	15.492	17.695
Nợ vay ngắn hạn	2.188	2.571	3.492	3.407
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	6.332	10.834	12.000	14.289
Tổng nguồn vốn	8.521	13.406	15.492	17.695

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	53,1%	51,2%	-32,5%	10,6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	165%	140%	-44%	17%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	33,3%	46,7%	35,4%	36,4%
Lợi nhuận thuần biên	26,3%	38,5%	31,9%	33,8%
ROA	33%	51%	22%	22%
ROE	46%	65%	27%	28%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	14%	6%	6%	7%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	19%	8%	8%	9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	13.122	14.653	8.186	9.612
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	42.278	34.066	37.292	44.024

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

Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

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, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

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

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
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

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng

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

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không
thanhnd@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