

**NGÀNH: HÓA CHẤT**

Ngày 16 tháng 12 năm 2024

**CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (HSX: DGC)**
**Ngô Bá Nguyễn**

Chuyên viên phân tích

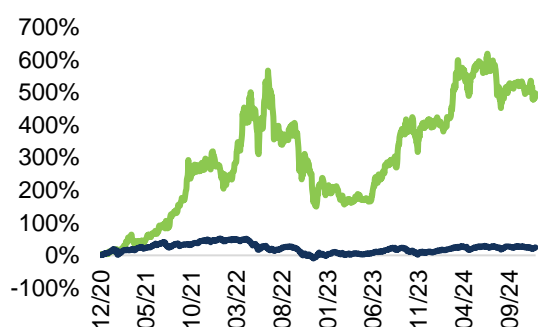
Email: nguyennb@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7560

Người phê duyệt báo cáo:

**Nguyễn Hữu Thiên Ân**

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

**Diễn biến giá cổ phiếu DGC và VNINDEX**

**Thông tin giao dịch**
**16/12/2024**

Giá hiện tại (đồng/cp)	115.500
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	128.300
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	85.700
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	380
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	380
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	1.466.433
% sở hữu nước ngoài	17,7%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.797,8
Vốn hóa (tỷ đồng)	43.636,5
P/E trailing 12 tháng (lần)	14,8x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	7.743

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang
Địa chỉ	Số 18/44 Đức Giang, P. Thượng Thanh, Q. Long Biên, TP. Hà Nội
Doanh thu chính	Phốt pho và các sản phẩm hóa chất gốc phốt pho
Chi phí chính	Chi phí điện, chi phí quặng apatit
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về quy mô, lợi thế về chi phí
Rủi ro chính	Rủi ro giá phốt pho vàng giảm

**Giá thị trường:**
**115.500**
**Khuyến nghị**
**Giá mục tiêu:**
**104.500**
**BÁN**
**Chênh lệch:**
**-9,5%**
**GIÁ PHỐT PHO VÀNG THẤP HẠN CHẾ ĐÀ HỒI PHỤC**

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu DGC – CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của DGC là **105.500 đồng/cp**, thấp hơn -9,5% so với mức giá đóng cửa ngày 16/12/2024, qua đó đưa ra khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu DGC ở thời điểm hiện tại dựa trên những luận điểm sau:

**► KQKD giảm nhẹ trong 9T2024 ([Xem thêm](#))**

Trong 9T2024, DGC ghi nhận doanh thu thuần đạt 7.447,3 tỷ đồng (+1,2% yoy & 73% KH2024) nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi bù đắp nhiều hơn sự sụt giảm của giá bán bình quân.

**BLNG đạt 35,3%, giảm nhẹ -1 đpt yoy** do: (1) giá bán bình quân các sản phẩm chính giảm, (2) chi phí điện tăng. Chiều ngược lại, BLNG được hỗ trợ nhờ DGC tiết kiệm thêm chi phí quặng apatit do đóng góp nhiều hơn từ khai trường 19B.

**LNST đạt 2.322,2 tỷ đồng (-7,3% yoy & 75% KH2024)** do chi phí bán hàng tăng +14,6% yoy do giá cước vận tải tăng mạnh.

**► KQKD năm 2024 & 2025 dự kiến phục hồi nhẹ ([xem thêm](#))**

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của DGC trong năm 2024 đạt **10.039 tỷ đồng (+3% yoy & 98% KH2024)** nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi. LNST ước tính đạt 3.242,6 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ và hoàn thành 105% KH2024) do: (1) giá bán bình quân các sản phẩm chính giảm, (2) thu nhập tài chính giảm do lãi suất thấp hơn.

**Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của DGC đạt 11.188,2 tỷ đồng (+11,4% yoy), LNST đạt 3.352,5 tỷ đồng (+3,4% yoy)** nhờ: (1) sản lượng tiêu thụ phục hồi chủ yếu nhờ nhu cầu gia tăng đối với sản xuất chip bán dẫn, (2) đóng góp của nhà máy Cồn Đức Giang, (3) giá bán bình quân các sản phẩm chính giảm nhẹ do nguồn cung gia tăng.

**► Giá phốt pho vàng dự báo ở mức thấp trong dài hạn ([xem thêm](#))**

Chúng tôi dự phóng giá bán phốt pho vàng của DGC sẽ duy trì ở **mức thấp trong dài hạn** do (1) công suất dư thừa tại Trung Quốc sẽ hạn chế đà tăng giá phốt pho vàng và (2) nhu cầu phốt pho vàng dự báo giảm trong dài hạn do chính sách bảo vệ môi trường hạn chế sử dụng chất tẩy rửa chứa phốt pho và sự chuyển dịch từ TPA sang WPA tinh khiết.

**YẾU TỐ CẦN THEO DÕI**

- Dự án tổ hợp Nhôm – Alumin Đắk Nông là điểm nhấn đầu tư trong dài hạn ([chi tiết](#))
- Dự án BĐS Đức Giang ([chi tiết](#))
- Gia hạn khai thác quặng Apatit tại khai trường 25 ([chi tiết](#))

**I. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DGC TRONG 9T2024:**

**Lũy kế 9T2024, DGC ghi nhận kết quả kinh doanh đi ngang so với cùng kỳ.** Cụ thể, doanh thu thuần đạt 7.447,3 tỷ đồng (+1,2% yoy), hoàn thành 73% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 2.322,2 tỷ đồng (-7,3% yoy), hoàn thành 75% kế hoạch năm. Tăng trưởng doanh thu đến từ sản lượng tiêu thụ phục hồi bù đắp nhiều hơn mức giảm của giá bán bình quân. Trong khi đó, lợi nhuận sau thuế giảm do chi phí bán hàng tăng +14% yoy, chịu ảnh hưởng bởi chi phí vận chuyển tăng mạnh do căng thẳng địa chính trị tại khu vực biển Đỏ.

**Tăng trưởng doanh thu các sản phẩm hóa chất cho thấy sự phân hóa rõ rệt.** Cụ thể, doanh thu phốt pho vàng, phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi (TACN) lần lượt tăng trưởng +9,8% yoy, +52,8% yoy và +22,9% yoy. Ngược lại, doanh thu từ TPA và WPA giảm mạnh, lần lượt -25,6% yoy và -69,4% yoy. Nguyên nhân chính là do DGC điều chỉnh cơ cấu sản phẩm để phù hợp hơn với điều kiện thị trường.

<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>9T2024</b>	<b>9T2023</b>	<b>%YoY</b>	<b>%KH2024</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.447,4</b>	<b>7.360,2</b>	<b>+1,2%</b>	<b>73%</b>
<i>Phốt pho vàng (P4)</i>	3.154,1	2.873,4	+9,8%	
<i>Axit photphoric nhiệt (TPA)</i>	1.186,6	1.595,2	-25,6%	
<i>Axit photphoric trích ly (WPA)</i>	264,9	866,1	-69,4%	
<i>Phân bón (Supe lân + MAP + DAP + NPK)</i>	1.712,0	1.120,1	+52,8%	
<i>Phụ gia TACN (DCP + MCP)</i>	696,8	566,9	+22,9%	
<i>Khác (ắc quy + bột giặt + chất tẩy rửa)</i>	433,0	338,5	+27,9%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.631,0</b>	<b>2.670,2</b>	<b>-1,5%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	35,3%	36,3%	-1,0 đpt	
Chi phí bán hàng	390,1	340,3	+14,6%	
Chi phí QLDN	120,7	112,2	+7,6%	
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	<b>2.120,2</b>	<b>2.217,7</b>	<b>-4,4%</b>	
Doanh thu tài chính	480,8	548,8	-12,4%	
Chi phí tài chính	56,1	66,6	-15,8%	
- Chi phí lãi vay	15,7	23,9	-34,3%	
Lợi nhuận khác	-9,6	-1,5	N/A	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.535,3</b>	<b>2.698,4</b>	<b>-6,0%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.322,2</b>	<b>2.504,7</b>	<b>-7,3%</b>	<b>75%</b>

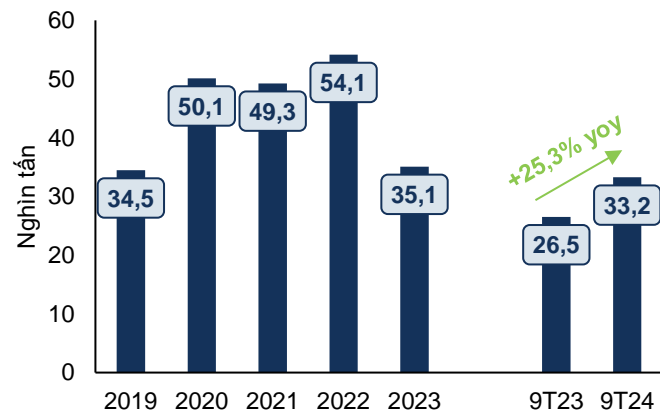
Nguồn: DGC, FPTS tổng hợp và ước tính

### 1. Phốt pho vàng: Tăng trưởng nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi

**Trong 9T2024, doanh thu phốt pho vàng của DGC đạt 3.154 tỷ đồng (+9,8% yoy)** nhờ sản lượng phốt pho vàng phục hồi +25,3% yoy. Tăng trưởng sản lượng đến từ: (1) đóng góp từ nhà máy phốt pho 6 được DGC M&A trong tháng 4/2023 và đưa vào vận hành từ Q4/2023, giúp nâng công suất sản xuất lên 69,8 nghìn tấn (+16,3% yoy), (2) nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu chính như Nhật Bản, Hàn Quốc (chiếm khoảng 60% sản lượng xuất khẩu phốt pho vàng của DGC) gia tăng chủ yếu nhằm mục đích sản xuất linh kiện điện tử, chất bán dẫn.

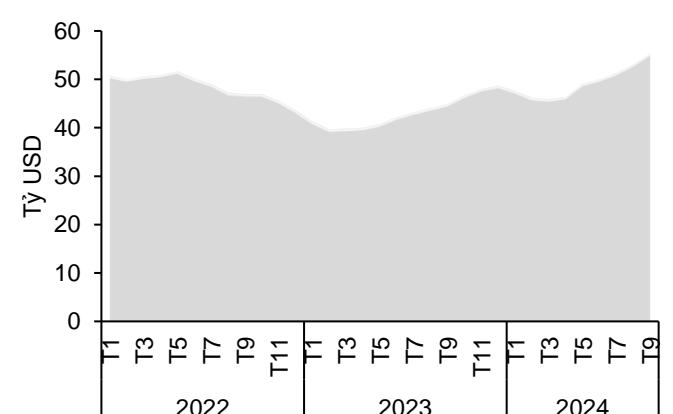
Theo Hiệp hội Công nghiệp Bán dẫn (SIA), doanh số bán chất bán dẫn toàn cầu trong 9T/2024 đã ghi nhận mức tăng trưởng tích cực +18,4% yoy, điều này xuất phát từ nhu cầu tăng cao đối với chip bán dẫn trong các lĩnh vực IoT, linh kiện điện tử, và thiết bị điện toán hiệu năng cao (HPC). Chúng tôi cho rằng nhu cầu phốt pho vàng cho lĩnh vực bán dẫn sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng trong dài hạn ([xem thêm](#))

**Biểu đồ 1: Sản lượng tiêu thụ P4 của DGC**



Nguồn: DGC, FPTS tổng hợp

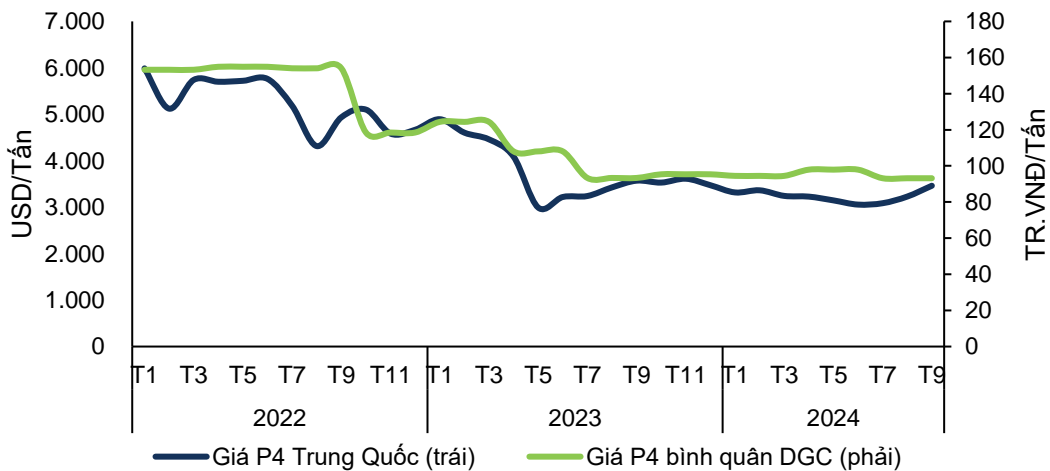
**Biểu đồ 2: Doanh số chất bán dẫn toàn cầu**



Nguồn: SIA, FPTS tổng hợp

**Giá bán phốt pho vàng của DGC đi ngang trong 9T2024**, đạt ~95 triệu đồng/tấn, giảm -12,5% yoy, cùng chiều với giá phốt pho vàng tại thị trường Trung Quốc do: (1) nhu cầu hạ nguồn đối với phân bón và chất diệt cỏ phục hồi chậm do ảnh hưởng tiêu cực bởi giá các loại nông sản ở mức thấp và điều kiện thời tiết bất lợi cho sản xuất nông nghiệp (khô hạn diễn ra trong nửa đầu năm và bão lũ diễn ra trong nửa cuối năm), (2) nguồn cung phục hồi do các nhà máy phốt pho vàng vận hành với hiệu suất cao hơn nhờ tình hình thủy điện thuận lợi hơn.

**Biểu đồ 3: Diễn biến giá phốt pho vàng Trung Quốc và DGC**



Nguồn: Sunsirs, DGC, FPTS tổng hợp

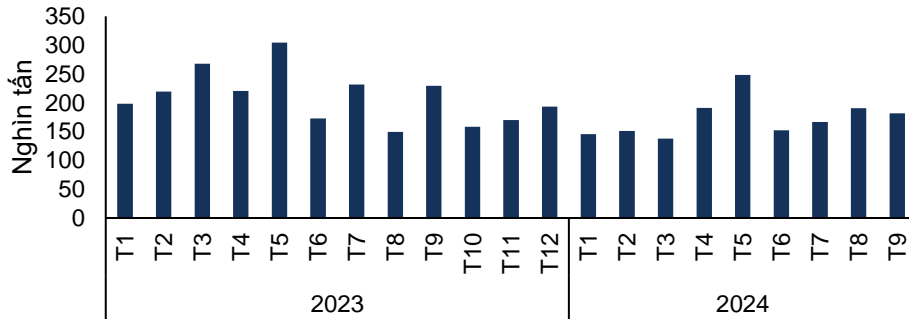
## 2. TPA: Sản lượng tiêu thụ không đạt kỳ vọng của chúng tôi do nhu cầu suy yếu

Trong 9T2024, doanh thu TPA của DGC (chủ yếu là TPA cấp thực phẩm phục vụ ngành sản xuất mía đường, thực phẩm & đồ uống) đạt 1.186,6 tỷ đồng, giảm -25,6% yoy do sản lượng tiêu thụ sụt giảm -21,2% yoy, đạt 46,7 nghìn tấn (tương ứng 46,7% công suất TPA). Sản lượng tiêu thụ TPA thực phẩm giảm do nhu cầu tiêu thụ suy yếu từ các lĩnh vực hạ nguồn như thực phẩm & đồ uống và phân bón. Giá bán bình quân TPA trong 9T2024 đạt 25,4 triệu đồng/tấn, giảm -5,6% yoy, cùng chiều với giá phốt pho vàng.

## 3. WPA: Sản lượng tiêu thụ giảm mạnh do nhà máy bảo dưỡng và DGC đẩy mạnh sử dụng WPA nội bộ để sản xuất phân bón và phụ gia TACN

Trong 9T2024, doanh thu WPA của DGC đạt 264,9 tỷ đồng, giảm mạnh -69,4% yoy do sản lượng bán WPA giảm -70,9% yoy khi: (1) DGC tiến hành bảo dưỡng nhà máy WPA khiến sản lượng sản xuất giảm trong Q1/2024, (2) Ấn Độ (thị trường xuất khẩu WPA chính của DGC) giảm nhập khẩu do nhu cầu phân bón thấp và phân bón sản xuất nội địa khó cạnh tranh với phân bón nhập khẩu giá rẻ, (3) DGC gia tăng sử dụng WPA để sản xuất phân bón và phụ gia TACN có giá bán tốt hơn.

**Biểu đồ 4: Sản lượng nhập khẩu axit photphoric của Ấn Độ**



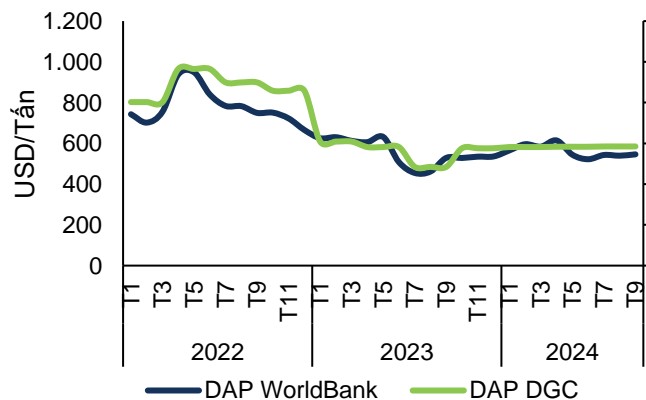
Nguồn: Bộ Thương mại Ấn Độ

Giá bán WPA bình quân của DGC trong 9T2024 đạt 10,8 triệu đồng/tấn, tăng +5,2% yoy do giá phân bón phốt phát (MAP & DAP) tăng, chịu ảnh hưởng bởi nguồn cung phân bón thắt chặt do Trung Quốc (Quốc gia xuất khẩu phân bón phốt phát lớn nhất thế giới) duy trì các hạn chế thương mại đối với xuất khẩu phân bón phốt phát.

## 4. Phân bón: Sản lượng tăng trưởng nhờ DGC đẩy mạnh sản xuất phân bón

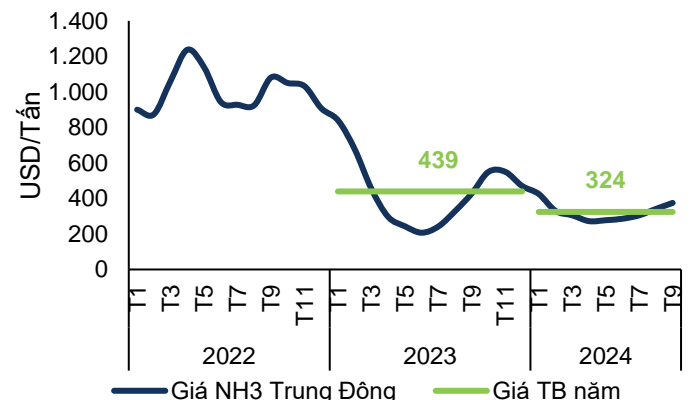
Trong 9T2024, doanh thu mảng phân bón đạt 1.712 tỷ đồng (+52,8% yoy) chủ yếu nhờ sản lượng phân bón tăng trưởng +22,2% yoy do DGC ưu tiên sử dụng WPA để sản xuất phân bón khi: (1) giá bán phân bón MAP, DAP của DGC phục hồi ~8,2% yoy do Trung Quốc (top 1 xuất khẩu phân bón phốt phát thế giới) duy trì các chính sách hạn chế thương mại dẫn đến nguồn cung phân bón bị thiếu hụt, (2) giá khí NH3 đầu vào để sản xuất MAP, DAP giảm -26,2% yoy.

**Biểu đồ 5: Biến động giá DAP thế giới và DGC**



Nguồn: WorldBank, DGC, FPTS tổng hợp

**Biểu đồ 6: Diễn biến giá NH3 Trung Đông**



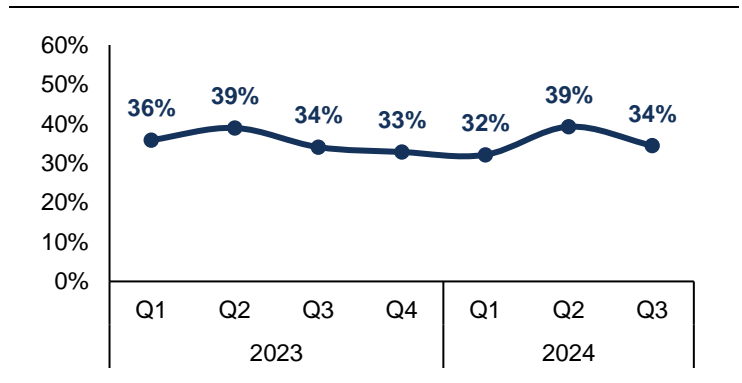
Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

## 5. Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do giá bán phốt pho vàng giảm, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao nhờ gia tăng tỷ trọng quặng tự chủ

**Biên lợi nhuận gộp đạt 35,3%, giảm nhẹ -1 đpt so với 9T2023** do: (1) giá bán bình quân các sản phẩm chính như phốt pho vàng và TPA giảm lần lượt -12,5% yoy và -5,6% yoy, (2) chi phí điện tăng do giá điện được điều chỉnh tăng tổng cộng 7,5% trong T5 và T11/2023. Chiều ngược lại, biên lợi nhuận gộp được hỗ trợ một phần nhờ DGC tiết kiệm thêm chi phí quặng apatit do tỷ lệ tự chủ quặng ước tính tăng lên 80% (so với mức 55% của năm 2023), nhờ sự đóng góp nhiều hơn từ sản lượng quặng khai thác tại khai trường 19B.

[\(Phụ lục 1: Sản lượng quặng tự khai thác của DGC\)](#)

**Biểu đồ 7: Biên lợi nhuận gộp của DGC**



Nguồn: DGC, FPTS tổng hợp

## II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

### 1. Ước tính KQKD năm 2024 & 2025 của DGC: Cải thiện nhẹ nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi và đóng góp của nhà máy Cồn trong năm 2025 [\(Quay lại\)](#)

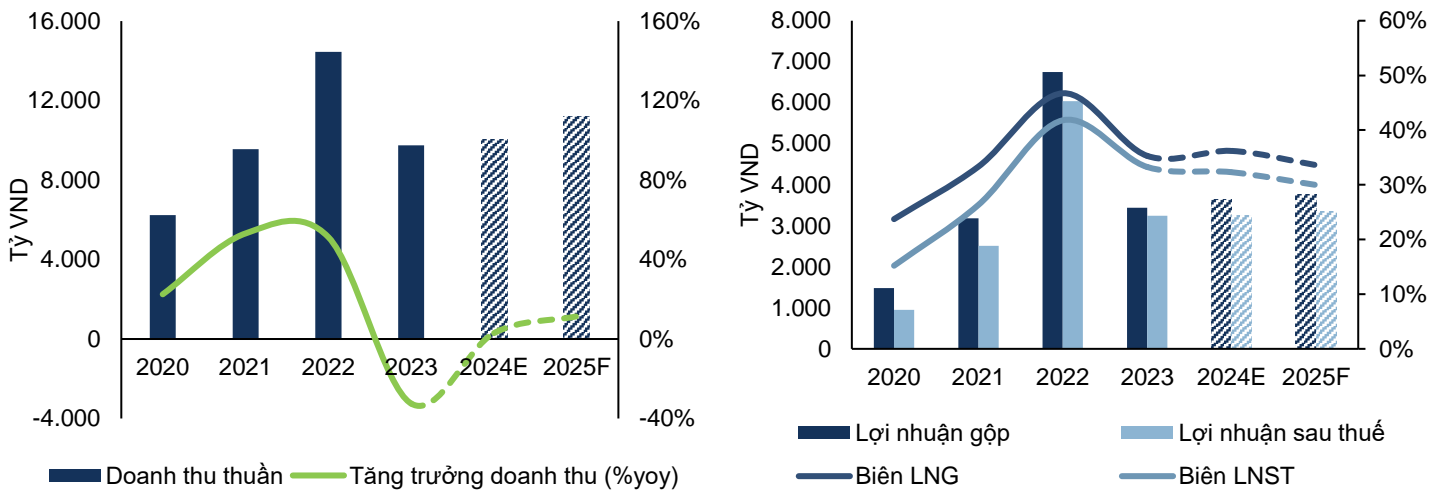
**Kết quả kinh doanh Q4 dự kiến có sự cải thiện so với Q3/2024 chủ yếu nhờ sự phục hồi của mảng phốt pho vàng & TPA, trong khi các mảng kinh doanh khác dự kiến đi ngang.** Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế trong Q4 của DGC đạt lần lượt 2.592 tỷ đồng (+8,6% yoy & +1,3% qoq) và 920,5 tỷ đồng (+23,4% yoy & 24,7% qoq) do: (1) giá bán bình quân phốt pho vàng & TPA dự kiến phục hồi lần lượt +5,0% qoq và +3% qoq, đạt lần lượt 97,8 triệu đồng/tấn và 26,3 triệu đồng/tấn, (2) sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng tiếp tục phục hồi trong Q4/2024, đạt 13,5 nghìn tấn (+0,8% qoq) nhờ lĩnh vực bán dẫn duy trì xu hướng tăng trưởng.

- Giá bán phốt pho vàng và TPA dự kiến phục hồi trong Q4/2024.** Tính đến cuối T11/2024, giá phốt pho vàng & TPA tại thị trường Trung Quốc có sự phục hồi +8% và +7% so với mức đáy T7 do: (1) các doanh nghiệp hạ nguồn bước vào thời điểm bổ sung hàng tồn kho, (2) chi phí sản xuất phốt pho vàng tăng khi giá điện tại Vân Nam (khu vực sản xuất phốt pho vàng lớn nhất của Trung Quốc) và giá than cốc tăng. Do DGC thường kí hợp đồng bán hàng có thời hạn khoảng 3 tháng. Do đó, chúng tôi cho rằng sự phục hồi của giá phốt pho vàng & TPA sẽ được phản ánh vào giá bán bình quân trong Q4/2024 của DGC.
- Sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng tiếp tục phục hồi trong Q4/2024 nhờ lĩnh vực bán dẫn duy trì xu hướng tăng trưởng.** Theo dự báo của SEMI doanh số bán mạch tích hợp (IC) dự kiến sẽ tăng +10% qoq trong Q4/2024 nhờ vào nhu cầu mạnh mẽ đối với trung tâm dữ liệu AI, trong khi nhu cầu đối với các phân khúc khác như ô tô hay điện tử tiêu dùng dự kiến có tốc độ phục hồi chậm hơn.

**Kết quả kinh doanh năm 2024 dự kiến đi ngang so với năm 2023.** Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của DGC trong năm 2024 đạt 10.039,2 tỷ đồng, tăng trưởng +3,0% yoy và hoàn thành 98% kế hoạch năm nhờ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng, phân bón và phụ gia TACN. Lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 3.242,6 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ và hoàn thành 105% kế hoạch năm do: (1) giá bán bình quân của phốt pho vàng và TPA giảm lần lượt -9,1% yoy và -3,8% yoy, (2) thu nhập tài chính giảm do lãi suất tiền gửi thấp hơn.

**Mức dự phóng doanh thu và lợi nhuận trên thấp hơn lần lượt 8,2% và 7,9% so với dự phóng trong Báo cáo định giá lần đầu T05/2024** do: (1) giá bán bình quân phốt pho vàng thấp hơn -4,5% so với dự phóng của chúng tôi, (2) sản lượng phục hồi chậm hơn do nhà máy phốt pho vàng & WPA phải bảo dưỡng trong Q1/2023, (3) sản lượng tiêu thụ TPA & WPA thấp hơn lần lượt 40% và 78% so với dự phóng trong báo cáo cũ, được bù đắp bởi sản lượng phốt pho vàng và phân bón cao hơn dự phóng cũ lần lượt 8,6% và 12,8%.

**Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của DGC đạt 11.188,2 tỷ đồng (+11,4% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 3.352,5 tỷ đồng (+3,4% yoy)** nhờ: (1) sản lượng tiêu thụ phục hồi chủ yếu nhờ nhu cầu gia tăng đối với sản xuất chip bán dẫn, trong khi nhu cầu đối với các lĩnh vực nông nghiệp dự báo sẽ phục hồi chậm hơn, (2) đóng góp của nhà máy Cồn Đức Giang, (3) giá bán bình quân các sản phẩm chính giảm nhẹ do nguồn cung gia tăng.

**Biểu đồ 8: Ước tính KQKD 2024 & 2025 của DGC**


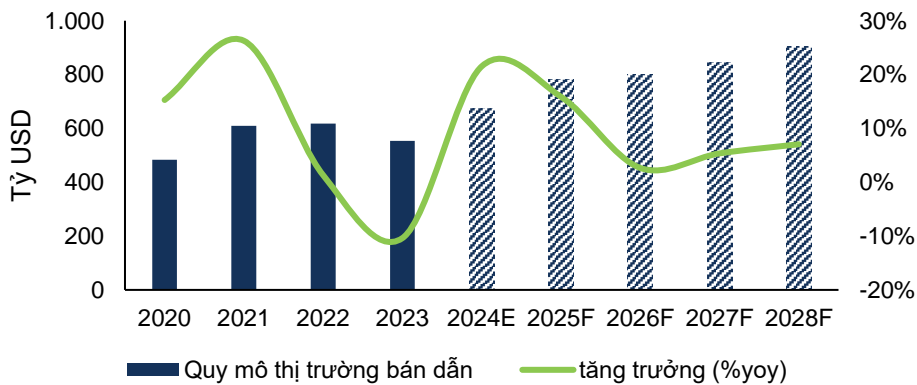
Nguồn: DGC, FPTS ước tính

## 2. Triển vọng HĐKD dài hạn: Màng phốt pho duy trì ổn định, tăng trưởng đến từ các dự án đầu tư mới

### 2.1. Phốt pho vàng: giá phốt pho vàng dự báo duy trì ở mức thấp trong dài hạn

#### ► Nhu cầu tiêu thụ được thúc đẩy bởi tăng trưởng của lĩnh vực bán dẫn ([quay lại](#))

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng sẽ tiếp tục phục hồi với CAGR= 3,5%/năm trong giai đoạn 2025 – 2028F, đạt 53,6 nghìn tấn vào năm 2028 (mức công suất tối đa sau khi giữ lại khoảng 20 nghìn tấn để sản xuất TPA) chủ yếu nhờ vào tăng trưởng ổn định của lĩnh vực bán dẫn. Theo dự báo của IDC, thị trường bán dẫn toàn cầu dự kiến sẽ đạt giá trị 900 tỷ USD vào năm 2028F, với CAGR = 7,63%/năm trong giai đoạn 2025 – 2028F nhờ vào nhu cầu tăng trưởng nhanh chóng của các ngành công nghiệp như sản xuất xe điện, thiết bị điện tử tích hợp AI, trung tâm dữ liệu,... Nhu cầu tăng cao đối với chip bán dẫn sẽ kéo theo nhu cầu đối với phốt pho vàng và TPA điện tử, vốn là những hóa chất không thể thiếu trong quá trình sản xuất chip.

**Biểu đồ 9: Dự báo quy mô thị trường bán dẫn toàn cầu**


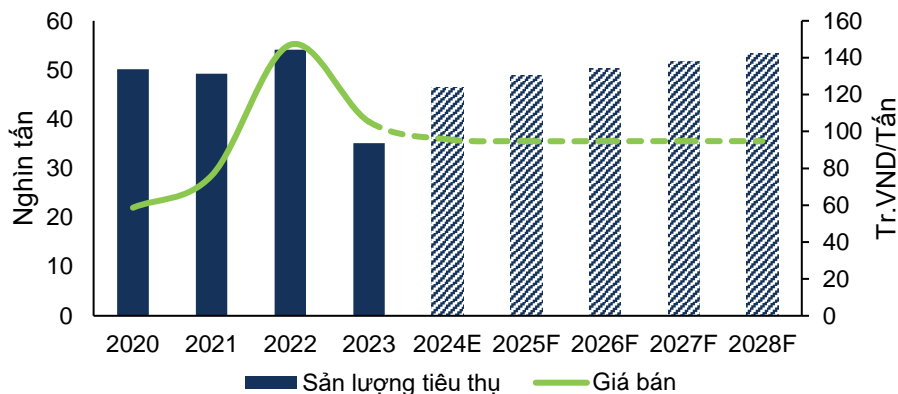
Nguồn: IDC, FPTS tổng hợp

#### ► Giá phốt pho vàng duy trì ở mức thấp trong dài hạn, tuy nhiên vẫn cao hơn so với giai đoạn 2018 – 2020 ([Quay lại](#))

Chúng tôi dự phóng giá bán phốt pho vàng của DGC sẽ duy trì ở mức 94 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 2025 – 2028F (giảm -1,8% so với 2024E) do: (1) công suất dư thừa tại Trung Quốc sẽ hạn chế đà tăng giá phốt pho vàng và (2) nhu cầu phốt pho vàng được dự báo giảm trong dài hạn do chính sách bảo vệ môi trường hạn chế sử dụng chất tẩy rửa chứa phốt pho và sự chuyển dịch từ TPA sang WPA tinh khiết. ([Phụ lục 2: WPA tinh khiết dần thay thế TPA trong công nghiệp](#))

Với mức dự phóng trên, giá bán phốt pho vàng của DGC dự kiến vẫn cao hơn 37% so với mức trung bình giai đoạn 2018 – 2020 do: (1) Trung Quốc không còn hỗ trợ giá điện cho các doanh nghiệp sản xuất phốt pho vàng kể từ năm 2021, và (2) giá quặng apatit tại Trung Quốc dự kiến vẫn cao hơn 150% so với mức trung bình cùng giai đoạn.

**Biểu đồ 10: Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán phốt pho vàng của DGC**



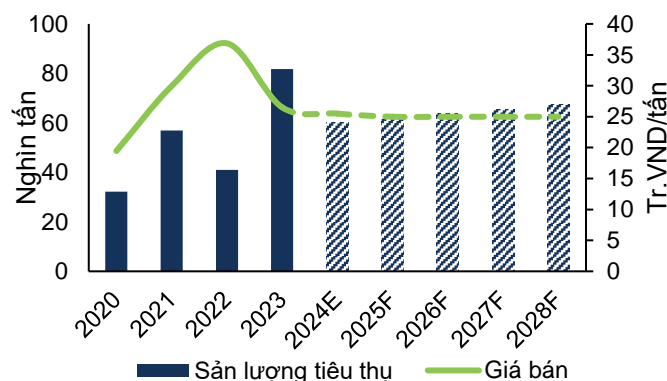
Nguồn: DGC, FPTIS ước tính

## 2.2. TPA: Tăng trưởng ổn định nhờ nhu cầu gia tăng trong lĩnh vực sản xuất thực phẩm & đồ uống

Trong giai đoạn 2025 – 2028F, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ TPA của DGC sẽ tăng trưởng với CAGR = 3%/năm nhờ vào: (1) Theo Mordor Intelligence, nhu cầu tiêu thụ axit photphoric thực phẩm được dự báo tăng trưởng với CAGR = 3,44% nhờ tăng trưởng nhu cầu sản xuất đồ uống và bảo quản thực phẩm, (2) Xu hướng đa dạng hóa nguồn cung khối Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ - Trung sẽ thúc đẩy nhu cầu TPA từ Việt Nam.

Về giá bán, chúng tôi dự phóng giá bán TPA bình quân của DGC sẽ đạt 25 triệu đồng/tấn trong năm 2025 (-2% yoy) và đi ngang trong giai đoạn 2025 – 2028F, cùng chiều với giá phốt pho vàng.

**BD 11: Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán TPA của DGC**



Nguồn: DGC, FPTIS ước tính

## 2.3. Phân bón & WPA: Điểm sáng từ chính sách thuế VAT 5% đối với phân bón được thông qua

### ► Chi phí sản xuất của DGC giảm khoảng 100 tỷ đồng/năm nhờ được khấu trừ thuế VAT đầu vào từ tháng 7/2025

Từ giai đoạn 2015 đến nay, sản phẩm phân bón nội địa được chuyển từ thuế 5% sang diện không chịu thuế VAT theo luật 71/2014/QH13, chính sách trên giúp giảm chi phí cho người nông dân tuy nhiên lại tạo ra những khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa khi: (1) các doanh nghiệp sản xuất phân bón nội địa không được khấu trừ thuế VAT đầu vào, khiến giá thành sản xuất gia tăng, (2) phần lớn phân bón nhập vào Việt Nam được các nước xuất khẩu xếp vào diện chịu thuế VAT, nên doanh nghiệp của họ đã được hoàn thuế đầu vào. Vì vậy, doanh nghiệp nước ngoài có lợi thế cạnh tranh về giá thành sản xuất so với các doanh nghiệp phân bón sản xuất trong nước.

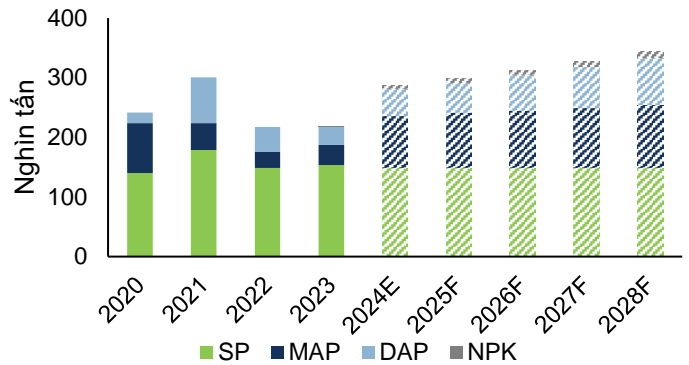
Tại kỳ họp lần thứ 8 quốc hội khóa XV diễn ra vào tháng 11/2024, Quốc hội đã chính thức thông qua luật thuế VAT sửa đổi, trong đó có chính sách thuế VAT 5% đối với mặt hàng phân bón thay vì không chịu thuế như hiện tại. Luật thuế VAT sửa đổi sẽ có hiệu lực từ tháng 7/2025. Việc áp dụng thuế suất 5% đối với mặt hàng phân bón sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước bao gồm DGC được hưởng lợi nhờ: (1) thuế VAT đầu vào được khấu trừ giúp giảm chi phí sản xuất, (2) tăng khả năng cạnh tranh đối với sản phẩm phân bón nhập khẩu.

Chi phí sản xuất phân bón chính của DGC hiện nay bao gồm quặng apatit, lưu huỳnh và điện có thuế VAT từ 5-10%. Chúng tôi ước tính chi phí sản xuất phân bón của DGC sẽ giảm khoảng ~100 tỷ đồng/năm (tương đương 2,9% lợi nhuận trước thuế 2024E của DGC) nhờ việc khấu trừ thuế VAT đầu vào. Bên cạnh đó, việc được khấu trừ thuế VAT đầu vào cũng là động lực giúp DGC đẩy mạnh sản xuất phân bón trong giai đoạn sắp tới thay vì xuất khẩu WPA.

**Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ phân bón của DGC sẽ tăng trưởng với CAGR= 4,7%/năm trong giai đoạn 2025 – 2028F nhờ:** (1) nhu cầu tiêu thụ phân bón phát triển tăng trưởng ổn định 1,94%/năm theo dự báo của IFA và (2) luật thuế VAT sửa đổi được thông qua giúp sản phẩm phân bón được khấu trừ thuế VAT đầu vào và gia tăng khả năng cạnh tranh với phân bón nhập khẩu sẽ là động lực để DGC đẩy mạnh sản xuất phân bón.

**Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ phân bón của DGC sẽ tăng trưởng với CAGR= 4,7%/năm trong giai đoạn 2025 – 2028F nhờ:** (1) nhu cầu tiêu thụ phân bón phát triển tăng trưởng ổn định 1,94%/năm theo dự báo của IFA và (2) luật thuế VAT sửa đổi được thông qua giúp sản phẩm phân bón được khấu trừ thuế VAT đầu vào và gia tăng khả năng cạnh tranh với phân bón nhập khẩu sẽ là động lực để DGC đẩy mạnh sản xuất phân bón.

**BD 12: Dự phóng sản lượng tiêu thụ phân bón của DGC**



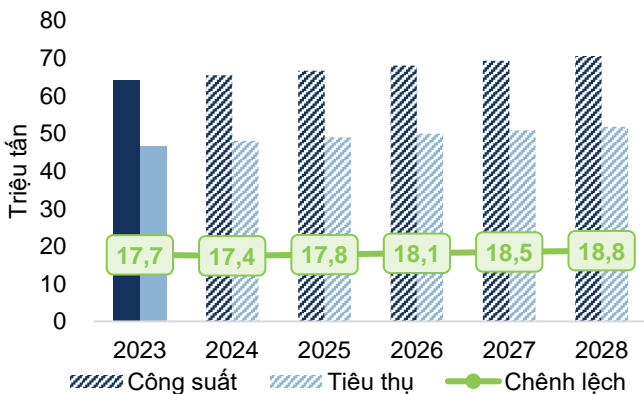
Nguồn: DGC, FPTS dự phóng

► **Giá bán phân bón và WPA dự báo giảm do nhu cầu yếu và nguồn cung cải thiện**

**Chúng tôi ước tính giá bán bình quân phân bón và WPA của DGC sẽ giảm lần lượt -3,3% yoy và -5,0% yoy trong năm 2025** dựa trên dự báo của World Bank. Cụ thể World Bank dự báo giá DAP sẽ đạt 510 USD/tấn trong năm 2025F, giảm -8,9% yoy, dự báo trên dựa trên các giả định: (1) nhu cầu suy yếu do giá phân bón neo cao trong bối cảnh giá ngũ cốc giảm về mức thấp khiến khả năng chi trả phân bón của nông dân giảm, (2) nguồn cung dự kiến cải thiện do Ma rốc và Ả Rập Xê Út gia tăng sản lượng xuất khẩu bù đắp nhiều hơn nguồn cung thiếu hụt từ Trung Quốc.

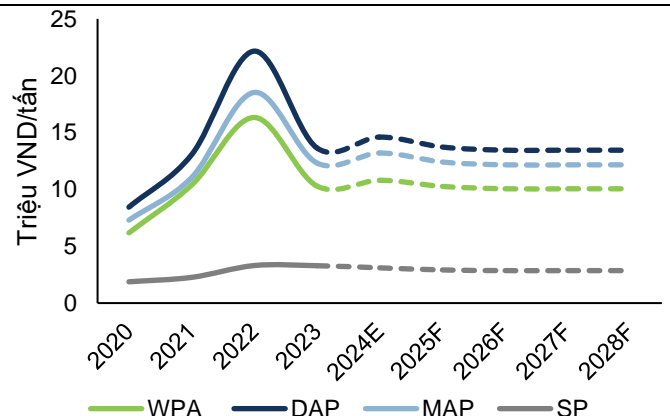
**Trong giai đoạn 2026 - 2028F, chúng tôi dự phóng giá bán bình quân phân bón và WPA của DGC sẽ duy trì ở mức thấp do tình trạng dư cung ngày càng mở rộng.** Theo Hiệp hội Phân bón Quốc tế (IFA), công suất phân bón phát triển toàn cầu (tính theo hàm lượng P2O5) dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR=1,92%/năm trong giai đoạn 2025 – 2028F, việc bổ sung công suất chủ yếu đến từ các quốc gia xuất khẩu lớn như Ma rốc và Ả Rập Xê Út. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ cũng được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR=1,92%/năm trong cùng giai đoạn. Với dự phóng trên, mức chênh lệch giữa công suất sản xuất và nhu cầu phát triển toàn cầu sẽ ngày mở rộng, đạt 17,4 triệu tấn trong năm 2024 (-1,7% yoy, chiếm 36% nhu cầu) và tiếp tục tăng lên 18,8 triệu tấn vào năm 2028F, từ đó gây áp lực giảm lên giá phân bón phát triển trong dài hạn.

**BD 13: Công suất và nhu cầu phát triển trên thế giới**



Nguồn: IFA, FPTS ước tính

**BD 14: Dự phóng giá bán WPA và phân bón của DGC**



Nguồn: DGC, FPTS dự phóng

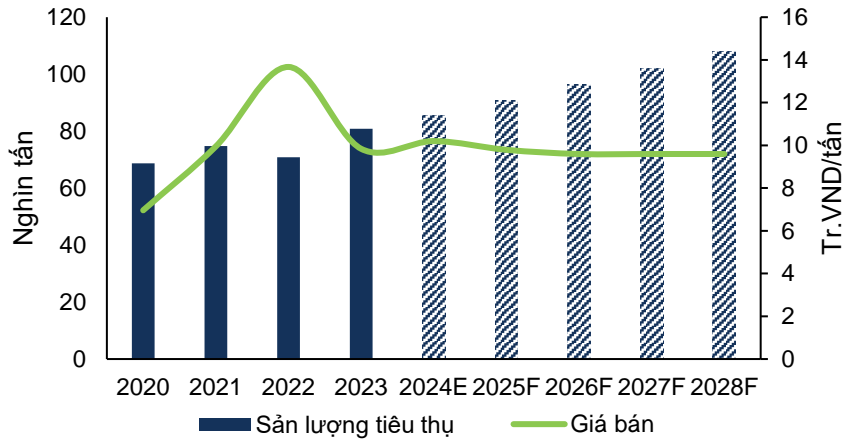


#### 2.4. Phụ gia TACN: Tăng trưởng ổn định nhờ nhu cầu sản xuất TACN ngày càng gia tăng

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ phụ gia TACN của DGC sẽ tăng trưởng với CAGR = 6,0%/năm trong giai đoạn 2025F - 2028F nhờ thị trường TACN Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR = 5,8%/năm theo dự báo của Mordor Intelligence, được thúc đẩy bởi: (1) nhu cầu ngày càng gia tăng đối với sản phẩm thực phẩm và (2) thị trường TACN Việt Nam đang thu hút sự tham gia của nhiều doanh nghiệp sản xuất TACN lớn như Cargill, Deheus,...

Về giá bán, chúng tôi dự phóng giá bán phụ gia TACN của DGC sẽ biến động cùng chiều với giá bán WPA, đạt 9,8 triệu đồng/tấn trong năm 2025F (-4,0% yoy) và đạt 9,8 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 2026 – 2028F (-2,0% so với 2025F).

**BD 15: Dự phóng giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ phụ gia TACN của DGC**



Nguồn: DGC, FPTTS dự phóng

### 3. Triển vọng các dự án đầu tư

#### 3.1. Dự án Xút - Clo Nghi Sơn: Chờ đợi giấy phép xây dựng để tiến hành khởi công dự án [\(Quay lại\)](#)

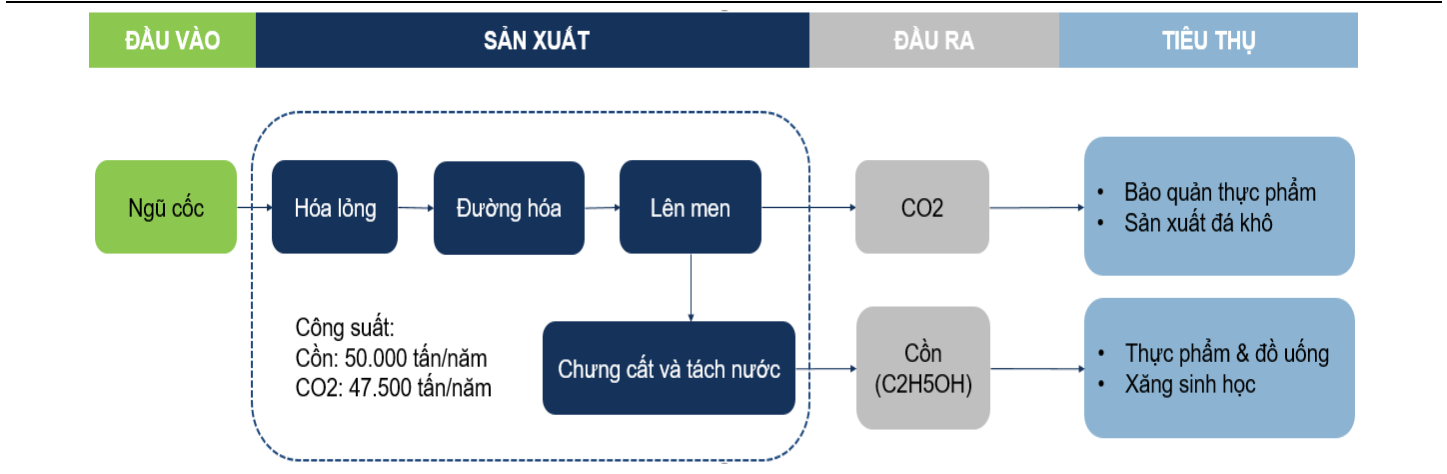
Dự án Xút - Clo Nghi Sơn hiện chưa thể khởi công như kế hoạch đề ra trong ĐHCĐ 2024 là đầu Q3/2024, nguyên nhân do: (1) Phần khu công nghiệp số 15, nơi xây dựng dự án chưa được phê duyệt quy hoạch 1/2000, (2) việc di dân, tái định cư một số hộ dân trong khu vực triển khai dự án chưa hoàn thành. Do đó, DGC đã điều chỉnh thời gian khởi công dự án sang tháng 12/2024. Hiện tại, UBND tỉnh Thanh Hóa đã phê duyệt đồ án Quy hoạch xây dựng 1/2000 tại phân khu công nghiệp số 15, đồng thời việc di dân và tái định cư đã hoàn tất. DGC đang chờ nhận giấy phép xây dựng để tiến hành khởi công dự án. Chúng tôi kỳ vọng dự án có thể nhận được giấy phép xây dựng và khởi công trong Q1/2025, dự kiến sẽ đi vào vận hành từ Q2/2026.

Dự án có tổng vốn đầu tư 2.400 tỷ đồng, được tài trợ hoàn toàn bằng nguồn vốn tự có. Các sản phẩm đầu ra chính của dự án bao gồm Xút - NaOH (công suất 50.000 tấn/năm) và các sản phẩm gốc Clo như PAC, Bột tẩy,... (công suất 101.000 tấn/năm) được ứng dụng rộng rãi trong các lĩnh vực sản xuất công nghiệp. Chi tiết về thông tin và triển vọng dự án vui lòng tham khảo [\(Báo cáo định giá lần đầu DGC T5/2024\)](#).

Chúng tôi giả định nhà máy Xút – Clo Nghi Sơn sẽ vận hành với hiệu suất 60% trong năm 2026F và dự kiến nhà máy sẽ đạt công suất tối đa vào năm 2027F. Khi dự án vận hành tối đa công suất thiết kế, chúng tôi dự phóng doanh thu của dự án đạt ~2.100 tỷ đồng (tương ứng 20,9% doanh thu 2024E của DGC). Biên lợi nhuận gộp của dự án ước tính đạt ~26%.

#### 3.2. Nhà máy còn Đức Giang: Dự kiến đóng góp 2,5% vào lợi nhuận gộp năm 2025F của DGC

Trong Q1/2024, DGC đã mua lại nhà máy Còn Đại Việt tại Đăk Nông với tổng vốn đầu tư là 253 tỷ đồng. Đồng thời, công ty đã tiến hành cải tạo lại nhà máy và nâng cấp các thiết bị. Nhà máy hiện đang trong giai đoạn chạy thử nghiệm và dự kiến sẽ vận hành thương mại vào tháng 12/2024. Sản phẩm chính của dự án là còn, với công suất đạt 50.000 tấn/năm được ứng dụng trong các lĩnh vực như sản xuất xăng sinh học, đồ uống có cồn, .... Ngoài ra, quá trình lên men còn tạo ra CO2 như một sản phẩm phụ. Theo ước tính, mỗi tấn còn sản xuất ra sẽ sinh ra khoảng 0,95 tấn CO2. Do đó, với công suất tối đa, dự án dự kiến thu được 47.500 tấn CO2 mỗi năm.

**Chuỗi giá trị sản xuất cồn của DGC**


*Nguồn: FPTS tổng hợp*

Chúng tôi kì vọng nhà máy Cồn của DGC sẽ bắt đầu vận hành thương mại từ năm 2025 với hiệu suất 80% và đạt mức tối đa công suất vào năm 2026F. Khi nhà máy vận hành tối đa công suất thiết kế, chúng tôi dự phóng doanh thu của dự án đạt 1.140 tỷ đồng (tương ứng với 11% doanh thu năm 2024E của DGC). Biên lợi nhuận gộp của nhà máy ước đạt ~15% chiếm ~2,5% lợi nhuận gộp năm 2025F của DGC.

**III. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG:**

Dựa trên những phân tích về triển vọng kinh doanh, chúng tôi tiến hành cập nhật kết quả kinh doanh dự phóng của DGC trong giai đoạn 2025F – 2028F và so sánh với dự phóng trong [Báo cáo định giá lần đầu DGC T5/2024](#) như sau:

Chỉ tiêu	Giá định
<b>Màng Phốt pho và hóa chất gốc phốt pho</b>	
<b>Doanh thu</b>	<p><b>Phốt pho vàng (P4)</b></p> <p><b>Doanh thu thuần giai đoạn 2025 - 2028F dự phóng tăng trưởng với CAGR= 3,2%/năm.</b> Trong đó, sản lượng tiêu thụ tăng trưởng với CAGR= 3,5%/năm nhờ nhu cầu tăng trưởng ổn định của các khách hàng sản xuất chất bán dẫn, giá bán duy trì ở mức thấp, đạt 94 triệu đồng/tấn (-1,8% so với 2024E) do: (1) tình trạng dư thừa công suất phốt pho vàng tại Trung Quốc và (2) nhu cầu giảm trong dài hạn do xu hướng chuyển từ TPA sang WPA trong các lĩnh vực công nghiệp.</p> <p><b>Dự phóng doanh thu P4 giai đoạn 2025 – 2028F cao hơn 12,2% so với dự phóng cũ</b> do sản lượng thương phẩm cao hơn 19,3% do sản lượng tiêu thụ nội bộ để sản xuất TPA thấp hơn. Trong khi đó, dự phóng giá bán thấp hơn 6% so với dự báo cũ do giá bán thực tế năm 2024E thấp hơn.</p>
	<p><b>TPA (H3PO4 – 85%)</b></p> <p><b>Doanh thu thuần giai đoạn 2025-2028F dự phóng tăng trưởng với CAGR= 2,5%/năm</b> nhờ sản lượng tiêu thụ TPA của DGC tăng trưởng với CAGR = 3%/năm: (1) nhu cầu tiêu thụ axit photphoric thực phẩm được dự báo tăng trưởng với CAGR = 3,44% theo Mordor Intelligence, nhờ tăng trưởng nhu cầu sản xuất đồ uống và bảo quản thực phẩm, (2) Xu hướng đa dạng hóa nguồn cung khỏi Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ - Trung sẽ thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu TPA từ Việt Nam. Về giá bán, chúng tôi dự phóng giá bán TPA bình quân của DGC sẽ đạt 25 triệu đồng/tấn trong năm 2025 (-2% yoy) và đi ngang trong giai đoạn 2026 – 2028F, cùng chiều với giá phốt pho vàng.</p> <p><b>Dự phóng doanh thu TPA giai đoạn 2025 – 2028F thấp hơn 35,9% so với dự phóng cũ</b> do chúng tôi giảm 35,4% dự phóng sản lượng TPA do nhu cầu tiêu thụ thấp hơn kì vọng.</p>
	<p><b>WPA (H3PO4 – 50%)</b></p> <p><b>Doanh thu thuần giai đoạn 2025 - 2028F dự phóng tăng trưởng với CAGR= 11,6%/năm</b> nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng với CAGR=13,6%/năm do nhà máy không phải bảo dưỡng như trong năm 2024. Giá bán WPA dự báo đạt 10,3 triệu đồng/tấn -5,0% yoy trong năm 2025 và đạt 10,1 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 2026 – 2028F (-2,0% so với 2025F).</p> <p><b>Dự phóng doanh thu WPA giai đoạn 2025 – 2028F thấp hơn 63,7% so với dự phóng cũ</b> chủ yếu do chúng tôi giảm 64,9% dự phóng sản lượng WPA thương phẩm do DGC tăng lượng WPA nội bộ để sản xuất phân bón và phụ gia TACN.</p>
	<p><b>Phân bón (MAP, DAP, SP, NPK)</b></p> <p><b>Doanh thu thuần giai đoạn 2025 - 2028F dự phóng tăng trưởng với CAGR= 5,07%/năm</b> nhờ sản lượng tiêu thụ phân bón tăng trưởng với CAGR= 4,7%/năm do (1) nhu cầu tiêu thụ phân bón phốt phát tăng trưởng ổn định 1,94%/năm theo dự báo của IFA và (2) luật thuế VAT sửa đổi được thông qua giúp sản phẩm phân bón được khấu trừ thuế VAT đầu vào và gia tăng khả năng cạnh tranh với phân bón nhập khẩu sẽ là động lực để DGC đẩy mạnh sản xuất phân bón.</p> <p><b>Dự phóng doanh thu phân bón giai đoạn 2025 – 2028F cao hơn 15,3% so với dự phóng cũ</b> do: (1) dự phóng sản lượng phân bón cao hơn 6,7%, (2) dự phóng giá phân bón cao hơn 8,3% do giá phân bón năm 2024E cao hơn kì vọng</p>

<b>Phụ gia TACN (DCP,MCP)</b>	<p><b>Doanh thu thuần giai đoạn 2025 - 2028F dự phóng tăng trưởng với CAGR= 4,4%/năm</b> nhờ sản lượng tiêu thụ phụ gia TACN của DGC sẽ tăng trưởng với CAGR = 6,0%/năm nhờ (1) nhu cầu ngày càng gia tăng đối với sản phẩm thực phẩm và (2) thị trường TACN Việt Nam đang thu hút sự tham gia của nhiều doanh nghiệp sản xuất TACN lớn như Cargill, Deheus,... Giá bán phụ gia TACN của DGC sẽ biến động cùng chiều với giá bán WPA, đạt 9,8 triệu đồng/tấn trong năm 2025F (-4,0% yoy) và đạt 9,8 triệu đồng/tấn trong giai đoạn 2026 – 2028F (-2,0% so với 2025F).</p>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<p>Lợi nhuận gộp giai đoạn 2025 - 2028F giảm với CAGR= -0,4%/năm do: (1) chúng tôi dự phóng giá điện tăng bình quân 1,5% trong cùng giai đoạn, (2) Chi phí quặng apatit tăng với CAGR = 4,7%/năm do sản lượng quặng tự chủ giảm do DGC hết thời hạn khai thác tại khai trường 25 và khai trường 19b sau năm 2026.</p> <p>Lợi nhuận gộp dự phóng giai đoạn 2025F – 2028F giảm 12,8% so với dự phóng cũ do giá bán bình quân dự phóng thấp hơn và chi phí điện, quặng apatit dự phóng cao hơn.</p>
<b>Màng Xút - clo</b>	
<b>Doanh thu</b>	<p>Chúng tôi kỳ vọng dự án Xút – Clo sẽ khởi công vào T12/2024 và đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ Q2/2026. Chúng tôi giả định nhà máy Xút – Clo Nghi Sơn sẽ vận hành với hiệu suất 60% trong năm 2026F và dự kiến nhà máy sẽ đạt công suất tối đa vào năm 2027F. Khi dự án vận hành tối đa công suất thiết kế, chúng tôi dự phóng doanh thu của dự án đạt ~2.100 tỷ đồng (tương ứng 20,9% doanh thu 2024E của DGC).</p>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<p>Lợi nhuận gộp dự phóng của nhà máy khi vận hành tối đa công suất thiết kế đạt khoảng 546 tỷ đồng, (tương ứng với biên lợi nhuận gộp của nhà máy ước đạt ~26%), chiếm khoảng 16% lợi nhuận gộp dự phóng giai đoạn 2027F – 2028F.</p>
<b>Màng Cồn</b>	
<b>Doanh thu</b>	<p>Chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ bắt đầu vận hành thương mại từ năm 2025 với hiệu suất 80% và đạt mức tối đa công suất vào năm 2026F. Khi nhà máy vận hành tối đa công suất thiết kế, chúng tôi dự phóng doanh thu của dự án đạt 1.140 tỷ đồng (tương ứng với 11% doanh thu năm 2024E của DGC).</p>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<p>Lợi nhuận gộp dự phóng của nhà máy khi vận hành tối đa công suất thiết kế đạt khoảng 171 tỷ đồng, (tương ứng biên lợi nhuận gộp của nhà máy ước đạt ~15%), chiếm ~4% lợi nhuận gộp dự phóng giai đoạn 2025F – 2028F.</p>

### III. YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

#### 1. Dự án Alumin Đắk Nông là điểm nhấn đầu tư trong dài hạn [\(Quay lại\)](#)

DGC dự kiến đầu tư tổ hợp Nhôm – Alumin tại Đắk Nông với tổng vốn đầu tư 2,4 tỷ USD. Dự án bao gồm 3 giai đoạn:

- Giai đoạn 1 và 2: DGC sẽ sản xuất 5,8 triệu tấn tinh quặng Boxit và 2 triệu tấn Alumin.
- Giai đoạn 3: DGC dự tính sẽ sản xuất nhôm với công suất 300.000 tấn/năm.

DGC đã hoàn tất khảo sát vị trí mỏ Boxit tại huyện Tuy Đức và huyện Đắk Song. Ngoài ra, công ty đã ký biên bản ghi nhớ (MOU) với tỉnh Đắk Nông và đang trong quá trình xin giấy phép đầu tư. DGC kì vọng sẽ nhận được giấy phép đầu tư trong vòng hai năm tới và cần thêm hai năm để xây dựng dự án. Do đó, dự án Boxit – Alumin sẽ mất ít nhất 4 năm nữa để đi vào hoạt động và đóng góp doanh thu và lợi nhuận cho DGC.

**DGC được đánh giá là ứng viên tiềm năng nhận được giấy phép đầu tư cho dự án.** Trong quy hoạch Boxit – Alumin có đề cập việc thăm dò và khai thác quặng Boxit phải gắn liền với chế biến sâu, tối thiểu đến sản phẩm alumin. Yêu cầu việc lựa chọn chủ đầu tư thực hiện các dự án thăm dò và khai thác phải đủ năng lực thực hiện đồng bộ các dự án từ khâu thăm dò đến chế biến sâu. Với tiềm lực tài chính lớn và năng lực kỹ thuật vượt trội trong ngành hóa chất Việt Nam, chúng tôi cho rằng DGC có đủ tiềm năng để thực hiện dự án Nhôm - Alumin Đắk Nông.

Hiện tại, dự án Nhôm - Alumin Đắk Nông chưa được đưa vào dự phóng của chúng tôi do thời gian thực hiện chưa xác định và thông tin chi tiết còn hạn chế. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật thông tin về triển vọng của dự án trong các báo cáo sau.

#### 2. Dự án bất động sản Đức Giang [\(Quay lại\)](#)

Dự án tổ hợp chung cư Đức Giang với tổng vốn đầu tư 1.408 tỷ đồng, được thực hiện trên phần đất của nhà máy hóa chất tại phố Đức Giang, Long Biên, Hà Nội. Dự án có tổng diện tích 54.312 m<sup>2</sup> bao gồm 60 căn biệt thự liền kề và 3 tòa nhà chung cư với tổng cộng 831 căn hộ.

Dự án đã được phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500, hiện tại dự án đang gặp khó khăn trong việc xin giấy phép đầu tư. DGC kỳ vọng với việc sửa đổi luật đất đai, luật nhà ở, công ty có thể nhận được giấy phép đầu tư và xây dựng dự án trong năm 2025. Vì dự án hiện chưa nhận được giấy phép đầu tư do đó chúng tôi hiện chưa đưa dự án này vào dự phóng.

#### 3. Gia hạn khai thác quặng Apatit tại khai trường 25 [\(Quay lại\)](#)

Do trữ lượng quặng apatit tại khai trường 25 lớn hơn dự kiến, DGC đang hoàn thiện hồ sơ xin mở rộng và gia hạn thời gian khai thác tại khai trường 25. Nếu được chấp thuận, DGC sẽ có khả năng tiếp tục tự chủ khai thác quặng Apatit tại khai trường 25 thêm 4 năm, từ 2027F đến cuối 2030F, qua đó giúp biên lợi nhuận gộp được duy trì. Chúng tôi hiện chưa đưa giả định trên vào mô hình định giá do chưa chắc chắn về khả năng gia hạn khai thác được phê duyệt.

#### IV. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá DGC bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu DGC theo các phương pháp có mức bình quân là **104.500 VNĐ/cp**, thấp hơn -9,5% so với mức giá đóng cửa ngày 16/12/2024. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

Mức giá mục tiêu trên thấp hơn 4,1% so với giá mục tiêu trong [Báo cáo định giá lần đầu DGC T5/2024](#) do (1) giảm dự phóng giá bán bình quân các sản phẩm chính trong dài hạn; (2) giảm dự phóng sản lượng tiêu thụ TPA & WPA và tăng dự phóng sản lượng tiêu thụ phốt pho vàng, phân bón; (3) cập nhật hệ số chiết khấu.

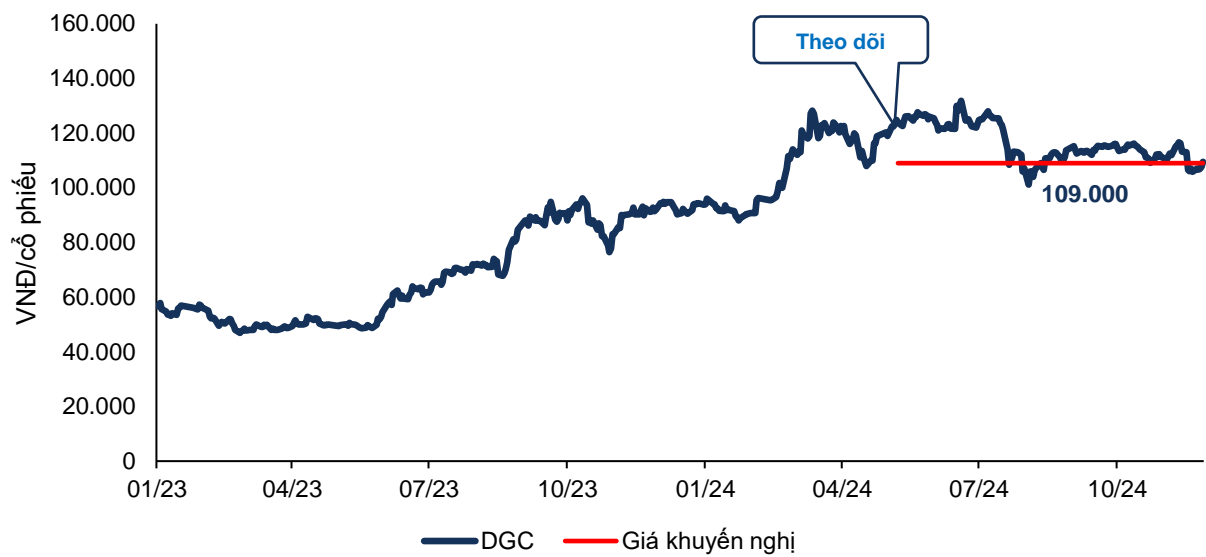
STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	105.000	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	104.000	50%
<b>Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>104.500</b>	

##### ➤ Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T5/2024	T12/2024	Giả định mô hình	T5/2024	T12/2024
WACC 2024	13,6%	13,8%	Phần bù rủi ro	10,4%	10,4%
Chi phí sử dụng nợ	5,2%	5,3%	Hệ số Beta	1,2	1,2
Chi phí sử dụng vốn	13,9%	14,1%	Tăng trưởng dài hạn	2%	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	1,7%	1,9%	Thời gian dự phóng	5 năm	5 năm

##### ➤ Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp và giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	20.807,8
(+) Tiền, tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn (Tỷ VNĐ)	10.402,6
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (Tỷ VNĐ)	1.328
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)	39.882,4
Số cổ phiếu lưu hành (Triệu cp)	380
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>105.000</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	39.485,9
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>104.000</b>

**Biểu đồ 13: Lịch sử khuyến nghị**


Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị đã điều chỉnh	Báo cáo chi tiết
<b>Theo dõi</b>	05/22	109.000	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu</a>

**VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

HĐKD	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14.444</b>	<b>9.748</b>	<b>10.039</b>	<b>11.188</b>
Giá vốn hàng bán	(7.694)	(6.308)	(6.406)	(7.430)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6.750</b>	<b>3.440</b>	<b>3.633</b>	<b>3.759</b>
Chi phí bán hàng	(600)	(436)	(502)	(503)
Chi phí quản lí DN	(152)	(159)	(161)	(177)
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	<b>5.998</b>	<b>2.846</b>	<b>2.971</b>	<b>3.078</b>
(Lỗ)/lãi HĐTC	401	673	564	561
Lợi nhuận khác	(6)	(1)	(1)	(2)
<b>Lợi nhuận trước thuế, lãi vay</b>	<b>6.393</b>	<b>3.517</b>	<b>3.533</b>	<b>3.637</b>
Chi phí lãi vay	(18)	(32)	(47)	(33)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>6.376</b>	<b>3.485</b>	<b>3.486</b>	<b>3.604</b>
Thuế TNDN	(339)	(243)	(244)	(252)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>6.037</b>	<b>3.242</b>	<b>3.243</b>	<b>3.352</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	472	142	142	147
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	<b>5.565</b>	<b>3.100</b>	<b>3.101</b>	<b>3.206</b>
EPS (đ)	13.774	7.673	8.165	8.442

Chỉ số khả năng sinh lời	2022A	2023A	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46,7%	35,3%	36,2%	33,6%
Tỷ suất LNST	38,5%	31,8%	30,9%	28,7%
ROE DuPont	67,3%	28,0%	26,9%	26,2%
ROA DuPont	50,8%	21,4%	20,6%	20,3%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	44,3%	36,1%	35,2%	32,5%
LNST / EBIT	99,7%	99,1%	98,7%	99,1%
LNST/LNNT	87,3%	88,9%	88,9%	88,9%
Vòng quay tổng tài sản	1,3x	0,7x	0,7x	0,7x
Đòn bẩy tài chính	1,3x	1,3x	1,3x	1,3x

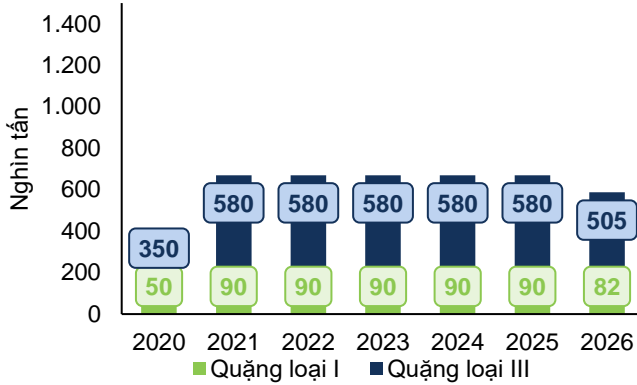
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022A	2023A	2024F	2025F
Thời gian luân chuyển tiền	1,3	(16,4)	(12,0)	(10,2)
Số ngày phải thu	21,5	38,3	41,7	40,1
Số ngày tồn kho	56,6	53,7	49,1	46,1
Số ngày phải trả	76,7	108,4	102,8	96,4
COGS / Hàng tồn kho	5,5x	6,3x	7,5x	8,6x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023A	2024F	2025F
CS thanh toán hiện hành	4,3x	3,6x	4,5x	4,5x
CS thanh toán nhanh	3,9x	3,3x	4,1x	4,1x
CS thanh toán tiền mặt	3,5x	3,0x	3,7x	3,6x
Nợ / Tài sản	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Nợ / Vốn CSH	0,2x	0,3x	0,2x	0,3x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,2x	0,3x	0,2x	0,2x
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng TT lãi vay	363,3x	110,1x	74,8x	110,7x

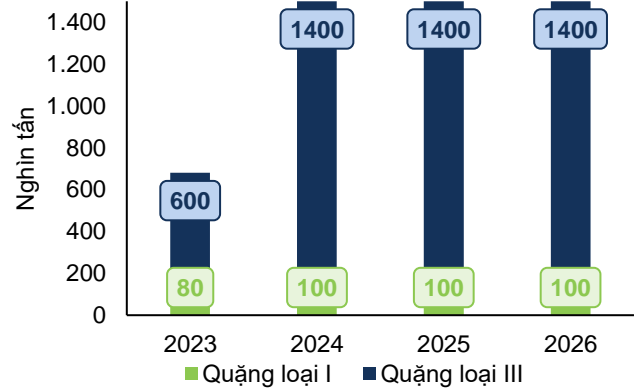
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>Tài sản</b>				
Tiền, ĐTT, ĐTTC	9.007	10.403	9.723	10.574
Các khoản phải thu	919	1.130	1.163	1.296
Hàng tồn kho	1.000	855	868	1.007
Tài sản ngắn hạn khác	60	80	81	94
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>10.985</b>	<b>12.467</b>	<b>11.835</b>	<b>12.971</b>
Tài sản CDHH	1.781	2.144	1.761	1.379
<i>Nguyên giá</i>	3.853	4.680	4.680	4.680
<i>Khấu hao lũy kế</i>	(2.072)	(2.536)	(2.918)	(3.301)
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	405	700	694	721
Xây dựng cơ bản dở dang	234	225	225	2.038
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>2.420</b>	<b>3.069</b>	<b>2.681</b>	<b>4.138</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>13.405</b>	<b>15.536</b>	<b>14.516</b>	<b>17.110</b>
	-	-	-	-
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
Vay và nợ ngắn hạn	468	1.328	455	416
Các khoản phải trả	1.958	1.790	1.817	2.108
Quỹ khen thưởng	146	375	375	375
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>2.571</b>	<b>3.493</b>	<b>2.648</b>	<b>2.899</b>
Vay và nợ dài hạn	-	-	-	507
Phải trả dài hạn khác	0	16	16	19
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>0</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>526</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>2.572</b>	<b>3.509</b>	<b>2.664</b>	<b>3.425</b>
Vốn góp chủ sở hữu	3.798	3.798	3.798	3.798
Thặng dư	1.787	1.787	1.787	1.787
LN chưa phân phối	5.084	5.989	5.672	7.359
Các khoản khác	(217)	123	123	123
Lợi ích cổ đông thiểu số	382	330	472	619
Vốn chủ sở hữu	10.834	12.027	11.852	13.685
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>13.405</b>	<b>15.536</b>	<b>14.516</b>	<b>17.110</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>6.037</b>	<b>3.242</b>	<b>3.243</b>	<b>3.352</b>
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>5.937</b>	<b>2.784</b>	<b>3.611</b>	<b>3.715</b>
Tiền từ hđ đầu tư	(3.828)	(2.338)	-	(1.813)
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>(697)</b>	<b>(920)</b>	<b>(4.291)</b>	<b>(1.052)</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>1.412</b>	<b>(475)</b>	<b>(679)</b>	<b>851</b>



**VII. PHỤ LỤC**
**Phụ lục 1: Sản lượng quặng khai thác tại khai trường 25 & 19B của DGC ([quay lại](#))**
**Sản lượng quặng apatit tự khai thác tại khai trường 25 của DGC**


Nguồn: FPT S tổng hợp

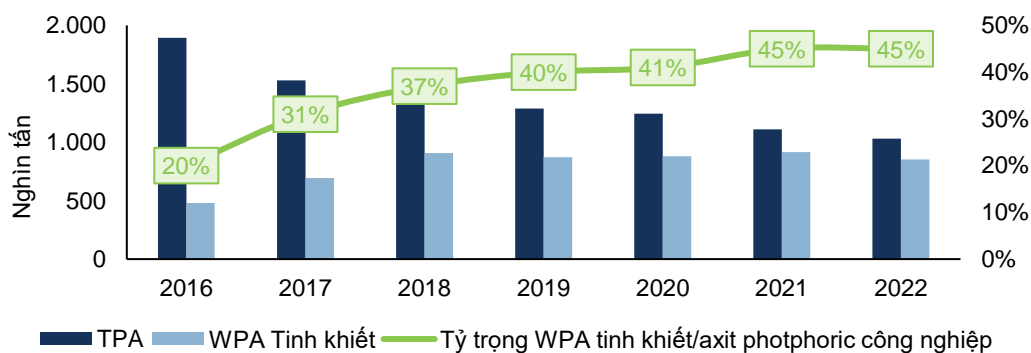
**Sản lượng quặng apatit bao tiêu tại khai trường 19b của DGC**


Nguồn: FPT S tổng hợp

**Phụ lục 2: WPA tinh khiết dần thay thế TPA trong công nghiệp ([quay lại](#))**

**Axit photphoric trong công nghiệp có thể được sản xuất thông qua 2 quy trình.** Quy trình nhiệt sử dụng phốt pho vàng để sản xuất axit photphoric nhiệt (TPA) và quy trình ướt tạo ra axit photphoric trích ly (WPA) từ quặng apatit. TPA có thể sử dụng trực tiếp trong công nghiệp do có độ tinh khiết cao. Trong khi đó WPA chứa nhiều tạp chất do đó không thể sử dụng trực tiếp trong công nghiệp. Tuy nhiên, WPA có thể được tinh chế bằng công nghệ chiết dung môi để có độ tinh khiết tương đương với TPA cấp công nghiệp và thực phẩm.

**WPA tinh khiết đang là xu hướng phát triển chủ đạo trên thế giới.** Sản xuất WPA tinh khiết có chi phí thấp hơn so với TPA và không gây phát thải CO<sub>2</sub>. Do đó, việc thay thế TPA bằng WPA tinh khiết đang là xu hướng phát triển chủ đạo của ngành công nghiệp hóa chất phốt pho. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu của TPA và phốt pho vàng trong dài hạn.

**Tỷ lệ WPA tinh khiết trong axit photphoric công nghiệp**


Nguồn: Baichuan Yingfu

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu DGC, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh TP. Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888