CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (HSX: DGC)

Lợi thế từ chuỗi giá trị mở rộng

Sử dụng kết hợp phương pháp so sánh P/B và P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý 12 tháng tới của cổ phiếu DGC là 108.400 đồng/cổ phiếu, tương đương với P/E và P/B dự phóng năm 2025 lần lượt là 13,5 và 2,5 lần. Kết hợp với cổ tức tiền mặt 2.700 đồng/cổ phiếu, tổng mức sinh lời kỳ vọng là 8%.

Động lực tăng trưởng doanh thu từ phốt pho vàng, phân bón và nhà máy Xút-Clorua Nghi Sơn. Doanh thu phốt pho vàng và phân bón của DGC ước tính tăng trưởng lần lượt 10,25% và 17% trong năm 2025, với động lực của phốt pho vàng - đến từ ngành công nghiệp bán dẫn & điện tử, và của phân bón đến từ nguồn cung thiếu hụt trong nước. Ngoài ra, nhà máy sản xuất Xút-Clo, với tổng công suất thiết kế 150.000 tấn hóa chất mỗi năm, ước tính sẽ mang lại thêm khoảng 800 tỷ đồng doanh thu cho Tập đoàn năm 2026.

Hiệu suất sinh lời nổi bật trong nhóm ngành hóa chất phân bón. Với chỉ số ROE đạt trung bình 35% giai đoạn 2019-2024, DGC là một trong những doanh nghiệp có hiệu suất sinh lời tốt nhất trong nhóm ngành hóa chất phân bón, hỗ trợ phần lớn bởi biên lợi nhuận gộp cao và ổn định qua các năm. Hiệu suất này còn đi kèm với một cơ cấu tài chính lành mạnh và đòn bẩy thấp nhờ lượng tiền mặt từ lợi nhuận giữ lại chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục duy trì mức ROE trên 20% trong giai đoạn 2025-2026F.

Chuỗi giá trị mở rộng với nhiều tiềm năng trong dài hạn. Các dự án mới đã và đang được tập đoàn triển khai (Xút-clo, cồn, bất động sản, ắc quy…) đang còn nhiều dư địa để phát triển. Các dự án này ngoài giúp mở rộng danh mục sản phẩm, còn tối ưu được chuỗi giá trị sẵn có của DGC và được kỳ vọng sẽ củng cố thêm vị thế của tập đoàn trong ngành hóa chất nội địa.

Rủi ro

Phốt pho vàng chính thức chịu mức thuế xuất khẩu từ 5% lên 10% kể từ ngày 1/1/2026 (và tăng lên 15% từ ngày 1/1/2027). Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh của DGC năm 2026 sẽ chưa chịu nhiều tác động tiêu cực, tuy nhiên, trong trường hợp Công ty không chuyển phần chi phí tăng thêm này vào giá bán, lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ (LNST-CĐM) năm 2026 ước tính sẽ bị ảnh hưởng khoảng 3-5%.

Dự án Xút-Clorua Nghi Sơn, nếu chậm tiến độ so với kế hoạch, doanh thu dự phóng năm 2026 có thể tăng trưởng thấp hơn dự phóng hiện tại của chúng tôi.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	9.550	14.444	9.748	9.865	11.018	12.681
Tăng trưởng (%)	*53%*	*51%*	*-33%*	*1%*	*12%*	*15%*
EBIT	2.487	5.866	2.789	2.784	3.030	3.313
LNST-CĐM	**2.388**	**5.565**	**3.110**	**2.987**	**3.170**	**3.528**
Tăng trưởng (%)	*163%*	*133%*	*-44%*	*-4%*	*6%*	*11%*
Biên ròng (%)	25%	39%	32%	30%	29%	28%
ROA (%)	12%	15%	28%	42%	20%	19%
ROE (%)	16%	22%	38%	51%	26%	22%
EPS cơ bản (VND)	13.959	14.653	8.190	7.864	8.346	9.290
GTSS (VND)	37.012	28.526	31.696	36.076	41.715	47.911
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.382	1.083	4.671	6.437	2.707	3.094
P/E (x)	4,31	6,24	13,35	12,65	13,0	11,5
P/BV (x)	1,6	3,32	3,54	2,66	2,5	2,2

Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 17/07/2025.

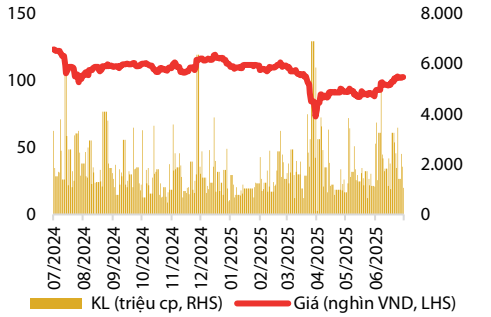
TÍCH LŨY +8%

Giá thị trường (VND):	103.100
Giá mục tiêu (VND):	108.400

Cổ tức tiền mặt	*2.700 đồng*

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hóa Chất
Vốn hóa (tỷ đồng)	39.155
SLCPDLH (triệu cp)	380
Beta	1,27
Free Float (%)	62
Giá cao nhất 52 tuần	119.000
Giá thấp nhất 52 tuần	73.100
KLGD bình quân 3 tháng (nghìn cp)	1.941



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
DGC	22,6	-8,6	-17,3
VN30 Index	22,4	16,2	16,2
VN-Index	21,2	13,1	10,3

Cổ đông lớn (%)

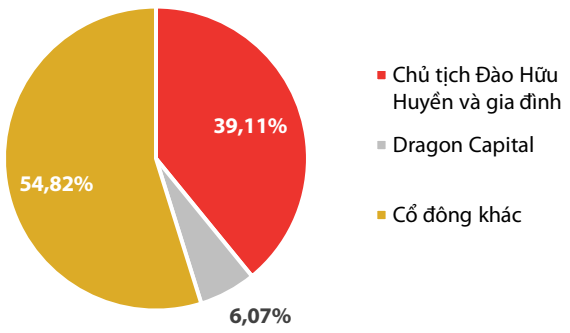
Đào Hữu Huyền và gia đình	39
Dragon Capital	6
Khác	55
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	-

TỔNG QUAN CỦA DOANH NGHIỆP

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) tiền thân là Công ty Hóa chất Đức Giang được thành lập từ năm 1963. Tính đến thời điểm hiện tại, Đức Giang đang hoạt động theo mô hình Tập đoàn và đã lần lượt mở rộng sang nhiều lĩnh vực, bao gồm:

- Sản xuất và xuất khẩu phốt pho vàng (P4)
- Sản xuất và xuất khẩu hóa chất phốt pho (WPA và TPA)
- Sản xuất các sản phẩm nông nghiệp
- Sản xuất bột giặt, chất tẩy rửa và các loại hóa chất cơ bản khác.
- Sản xuất ắc quy & cồn.
- Sản xuất xút (NaOH) và các hóa chất gốc clorua (HCL, PAC, Javen…)

Hình 1: Cơ cấu cổ đông của DGC



Chủ tịch Đào Hữu Huyền và gia đình là nhóm cổ đông lớn nhất với 39,1% cổ phần, trong đó riêng ông Huyền nắm giữ hơn 69 triệu cổ phiếu – tương ứng 18,4% vốn điều lệ.

Đối với nhóm cổ đông tổ chức, cổ đông nước ngoài hiện nắm giữ 17,6% cổ phần của Tập đoàn, trong đó nhóm quỹ ngoại Dragon Capital là cổ đông lớn nhất với 6,1% cổ phần nắm giữ thông qua 7 quỹ thành viên.

Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Xét về cơ cấu doanh nghiệp, DGC sở hữu tám công ty con, trong đó 5 công ty có tỷ lệ sở hữu 100%. Công ty TNHH MTV Hóa chất Đức Giang Lào Cai (trụ sở chính tại Khu công nghiệp Tằng Loỏng – Bảo Thắng – Lào Cai) là đơn vị quản lý các hoạt động sản xuất kinh doanh chính, bao gồm P4, hóa chất và các sản phẩm mảng nông nghiệp.

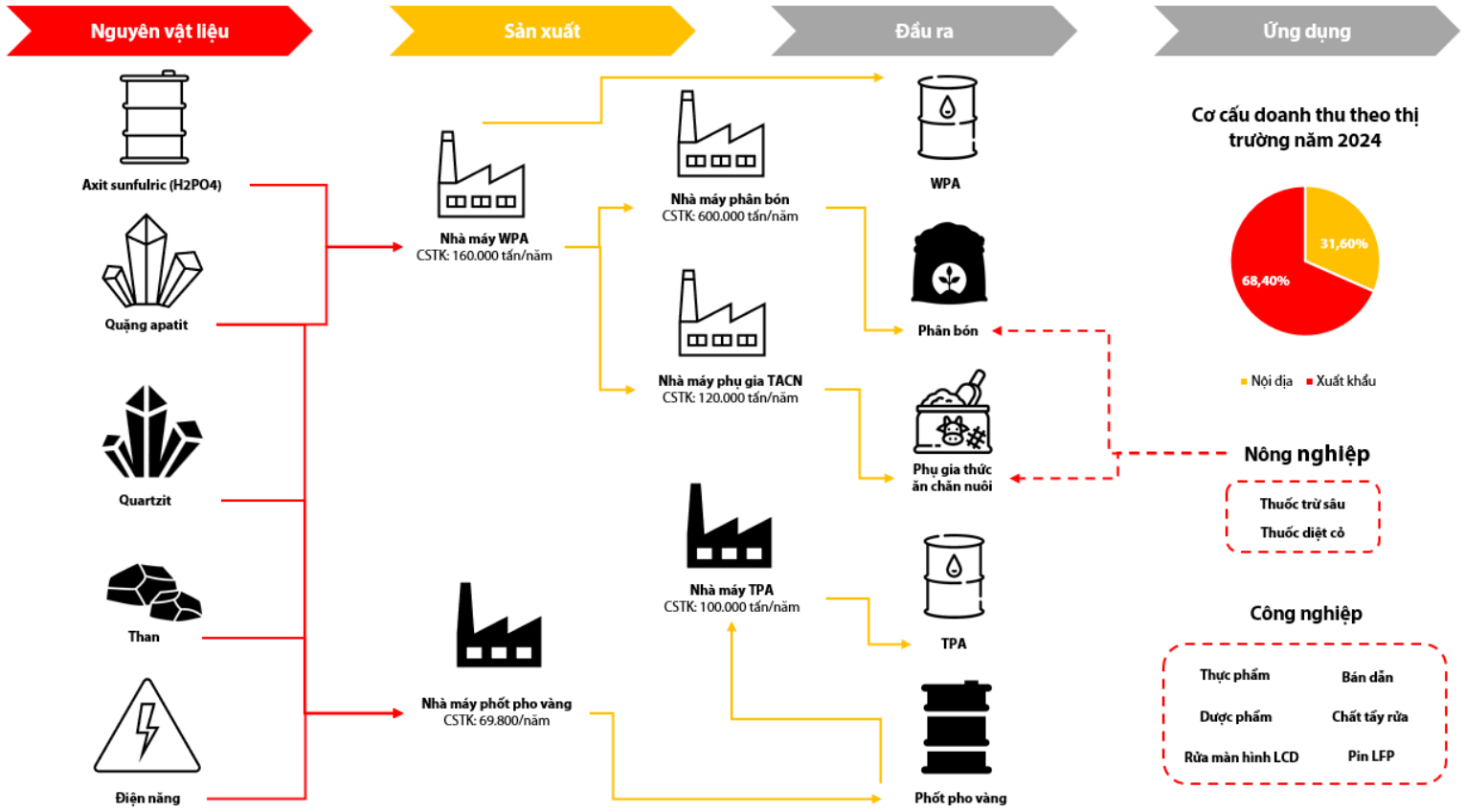
Hai dự án mới bao gồm Xút-clorua (TNHH MTV Hóa chất Đức Giang Nghi Sơn) và bất động sản Đức Giang Residence (TNHH MTV Bất động sản Đức Giang) hiện vẫn đang trong quá trình triển khai và chưa ghi nhận doanh thu trong năm 2024.

Bảng 1: Các công ty con và chi nhánh trực thuộc của DGC

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu/ lợi ích (%)	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	Lĩnh vực sản xuất kinh doanh/Các mặt hàng chính
Công ty con			
TNHH MTV Hóa chất Đức Giang Lào Cai	100	998	P4, WPA, TPA, phân bón, phụ gia TACN
TNHH MTV Hóa chất Đức Giang Nghi Sơn	100	1.000	NaOH, HCL, PAC, Javen…
TNHH MTV Bất động sản Đức Giang	100	500	Xây dựng và kinh doanh bất động sản
TNHH MTV Hóa chất Đức Giang – Đắk Nông	100	600	Phân bón, cồn, hóa chất cơ bản
TNHH MTV Hóa chất Đức Giang – Đình Vũ	100	60	Buôn bán hóa chất, dịch vụ kho bãi
TNHH MTV Thể thao Hóa chất Đức Giang	100	5	Bóng chuyền nữ
CTCP Phốt pho Apatit Việt Nam (PAT)	51	250	P4
CTCP Ắc quy Tia Sáng (TSB)	51	67	Ắc quy các loại
Các chi nhánh trực thuộc			
Lào Cai			Khai thác quặng Apatit
Hưng Yên			Sản xuất bột giặt, chất tẩy rửa và các loại hóa chất
Bình Dương			Bán và phân phối các loại sản phẩm của Tập đoàn

Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chuỗi giá trị mảng phốt pho của DGC



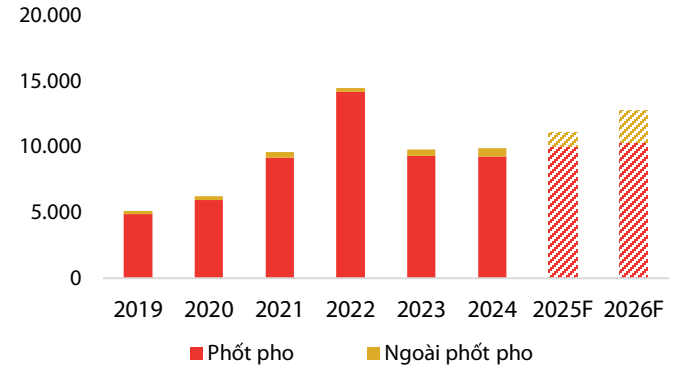
Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

- **Mảng phốt pho**
  - **Phốt pho vàng (P4)** đóng góp 43% doanh thu năm 2024 của DGC. Hiện tại, tổng công suất sản xuất P4 thiết kế của DGC là 70.000 tấn/năm – tương đương 50% tổng công suất của Việt Nam. Các nhà máy đều được đặt tại tỉnh Lào Cai và có hiệu suất sản xuất khá ổn định (71%-110%). Nguyên liệu đầu vào để sản xuất P4 chủ yếu là điện năng, quặng apatit và than cốc.
    Sản phẩm P4 của Tập đoàn được xuất khẩu chủ yếu sang thị trường Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc và Ấn Độ (90% doanh thu năm 2024). Đối với thị trường Nhật Bản, Đài Loan và Hàn Quốc (65% doanh thu năm 2024), phốt pho vàng chủ yếu được sử dụng để sản xuất TPA cấp điện tử (TPA tinh khiết) phục vụ cho sản xuất chất bán dẫn. Đối với thị trường Ấn Độ (23% doanh thu năm 2024), phốt pho vàng được sử dụng để sản xuất phân bón, thuốc trừ sâu, diệt cỏ và một số hóa chất công nghiệp khác.
  - **Acid phosphoric theo quy trình nhiệt – TPA (Thermal-process Phosphoric Acid)**: Đóng góp 15% doanh thu năm 2024 cho DGC. Đây là sản phẩm trung nguồn được sản xuất trực tiếp từ P4 (gọi là quy trình nhiệt vì để sản xuất P4 cần lượng nhiệt lớn). Công suất sản xuất TPA của DGC đạt 100.000 tấn/năm, tuy nhiên, hiệu suất sản xuất còn biến động khá lớn do nhu cầu vẫn chưa ổn định. Ấn Độ (40% doanh thu năm 2023) và một số nước Đông Nam Á (Indonesia, Thái Lan và Malaysia) là các thị trường xuất khẩu TPA chính của Tập đoàn. Nhu cầu chính cho sản phẩm này của DGC đến từ ngành nông nghiệp và công nghiệp thực phẩm.
    Tuy nhà máy TPA cấp điện tử (công suất thiết kế 30.000 tấn/năm) của DGC đã đi vào hoạt động từ năm 2022, ở thời điểm hiện tại, sản phẩm này của Tập đoàn chỉ mới đáp ứng yêu cầu sử dụng cho sản phẩm màn hình LCD (axit phophoric LCD) và chưa thể dùng để sản xuất chất bán dẫn.

- **Acid phosphoric theo quy trình ướt – WPA (Wet-process Phosphoric Acid):** Trong giai đoạn 2019-2023, mảng này đóng góp từ 9-19% doanh thu thuần của DGC (riêng năm 2024 giảm xuống chỉ còn 2,7% do Tập đoàn bảo dưỡng nhà máy). Đây là sản phẩm có tính chất hóa học giống TPA nhưng quy trình sản xuất không cần dùng điện. Tổng công suất sản xuất WPA của DGC đạt 160.000 tấn/năm và có hiệu suất sản xuất khá cao.
  Ấn Độ là thị trường xuất khẩu WPA chính của Tập đoàn (68% doanh thu năm 2023). Sản phẩm này thường được sử dụng trong sản xuất phân bón. Tuy nhiên, trong năm 2025, DGC không có kế hoạch xuất khẩu WPA mà sẽ sử dụng nội bộ để tự sản xuất phân bón.
- **Phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi (TACN):** Chiếm 32,7% doanh thu thuần năm 2024. Tổng công suất sản xuất phân bón và phụ gia TACN của DGC lần lượt là 600.000 và 150.000 tấn/năm. Về phân bón, Tập đoàn sản xuất 3 loại chính là phân DAP, MAP và Supe lân. Trong giai đoạn 2019-2024, sản lượng bán phân bón của DGC đạt khoảng 20-50% tổng công suất thiết kế và đều được tiêu thụ tại thị trường nội địa. Về phụ gia TACN, hai sản phẩm chính của Tập đoàn là Dicalcium Phosphate (DCP) và Monocalcium Phosphate (MCP) (DCP có hàm lượng canxi cao hơn và phốt pho thấp hơn MCP). Hiện tại, DGC là nhà sản xuất phụ gia TACN lớn nhất cả nước với một số khách hàng lớn như Cargill, Newhope, De Heus, Con Cò…

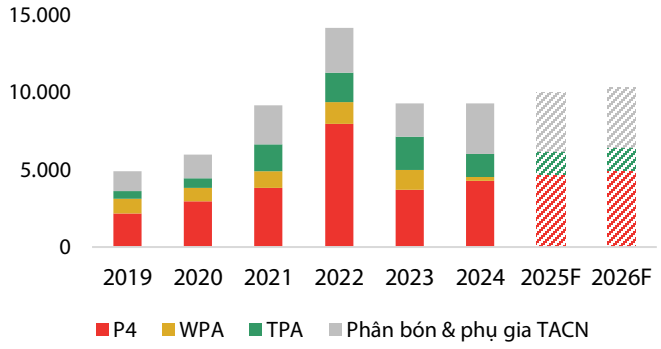
- **Các mảng sản phẩm khác ngoài phốt pho**
  - **Bột giặt, chất tẩy rửa và các loại hóa chất khác:** Chiếm 4,2% doanh thu thuần năm 2024. Nhìn chung, động lực tăng trưởng chính hàng năm của mảng này chỉ đến từ chất tẩy rửa và một số loại hóa chất khác do ngành bột giặt đã bão hòa.
  - **Ắc quy:** Chiếm 1,8% doanh thu thuần năm 2024. Trong năm 2023, DGC đã mua lại 51% cổ phần của CTCP Ắc quy tia sáng (TSB) với mục tiêu sản xuất pin LFP để xuất khẩu. Doanh thu của TSB năm 2024 đạt 182 tỷ đồng, tăng trưởng 15,2% so với cùng kỳ nhưng chỉ ngang với mức của các năm trước đó. Hiện tại, sản phẩm pin LFP của TSB vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu và Công ty chỉ mới chào hàng với một số đối tác từ Hàn Quốc, EU…
  - **Cồn:** Chiếm 0,2% doanh thu thuần năm 2024. Nhà máy cồn Đại Việt của DGC có công suất thiết kế 50.000 tấn/năm và đã chạy thử từ tháng 10/2024. Dự án này được chia làm hai giai đoạn phát triển, trong đó, sản phẩm chủ lực của giai đoạn 1 là cồn thực phẩm 96 độ (Ethanol 96%) – nguyên liệu quan trọng trong các ngành thực phẩm, dược phẩm và y tế.

Hình 3: Doanh thu thuần của DGC theo lĩnh vực hoạt động (Tỷ đồng)



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Doanh thu thuần mảng Phốt pho (Tỷ đồng)



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2025

Doanh thu: *Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi dự phóng doanh thu của DGC lần lượt đạt 1**1.033** tỷ đồng (+1**2**% YoY) và 12.**7**00 tỷ đồng (+15% YoY). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng nông nghiệp (phân bón & phụ gia TACN) và dự án Xút-clorua Nghi Sơn (dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu từ quý II/2026).*

1. Doanh thu mảng phốt pho

1.1. Phốt pho vàng (P4)

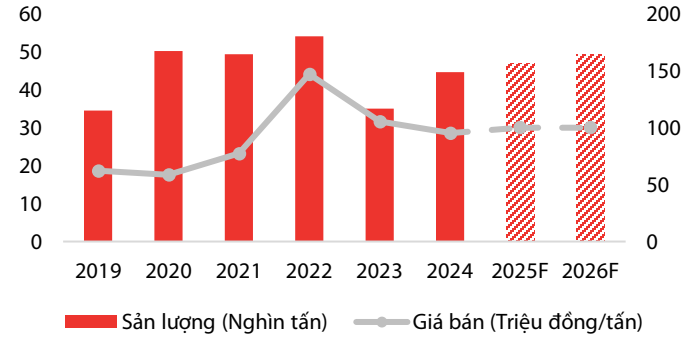
Chúng tôi dự phóng sản lượng phốt pho vàng của DGC sẽ tăng trưởng 5% mỗi năm trong giai đoạn 2025-2026. Mức tăng trưởng dự phóng này gần tương đương với CAGR giai đoạn 2019-2024 (5,5%). Theo dự phóng từ IDC, thị trường bán dẫn toàn cầu sẽ tăng trưởng 20% trong năm 2025 và khoảng 10% trong giai đoạn 2026-2028 với động lực chính từ công nghệ AI và nhu cầu mạch tích hợp (IC) từ thị trường châu Á – Thái Bình Dương.

DGC có thể đối mặt rủi ro giảm lợi nhuận đến từ mức thuế suất xuất khẩu P4 mới. Phốt pho vàng Việt Nam chính thức chịu mức thuế xuất khẩu từ 5% lên 10% kể từ ngày 1/1/2026 (và tăng lên 15% từ ngày 1/1/2027). Do đã ký kết các hiệp định thương mại tự do với Nhật Bản và EU (chiếm lần lượt ~30% và 6% giá trị xuất khẩu P4 của DGC năm 2024), những thị trường này sẽ vẫn hưởng mức thuế 0%. Hiện tại, giá bán P4 của DGC tại các thị trường Ấn Độ, Đài Loan và Hàn Quốc đang ở mức khoảng 4.000-4.500 USD/tấn, cao hơn ~40%-50% so với giá của Kazakhstan (quốc gia xuất khẩu P4 lớn thứ hai thế giới với thị trường xuất khẩu chính ở Ấn Độ và châu Âu).

Tuy nhiên, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng DGC có thể chuyển phần chi phí thuế tăng thêm vào giá bán do 1/ Việt Nam đang là nguồn cung P4 lớn nhất của thế giới, do đó, các quốc gia sẽ khó tìm được nguồn cung thay thế trong ngắn hạn và 2/ Vị thế lớn của DGC trong ngành P4 nội địa. Trong trường hợp thị phần bị ảnh hưởng, DGC có thể chịu một phần chi phí thuế này do biên gộp mảng P4 hàng năm đang ở mức khá cao (~40%), qua đó lợi nhuận sau thuế có thể bị ảnh hưởng khoảng 3-5% so với mức dự phóng năm 2026 của chúng tôi.

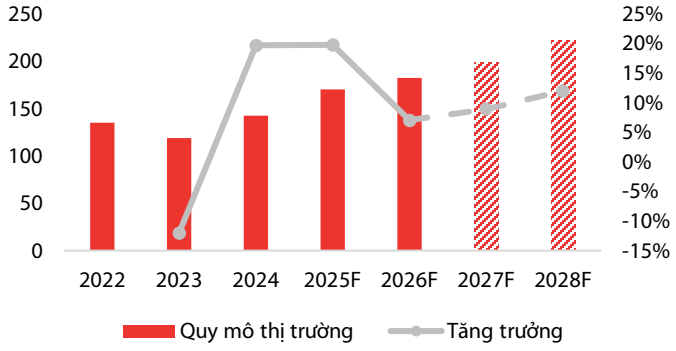
Giá bán P4 cũng được kỳ vọng tăng trưởng 5% trong năm 2025 trong bối cảnh giá P4 tại thị trường Trung Quốc đang có xu hướng tăng trở lại do thiếu nguồn cung. Ngoài ra, vì DGC là doanh nghiệp có công suất sản xuất lớn nhất tại Việt Nam – quốc gia xuất khẩu P4 lớn nhất thế giới, chúng tôi cũng kỳ vọng Tập đoàn có khả năng chuyển phần chi phí điện tăng thêm vào giá bán sản phẩm.

Hình 5: Sản lượng và giá bán P4 của DGC giai đoạn 2019-2026



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng quy mô thị trường bán dẫn toàn cầu (tỷ USD)



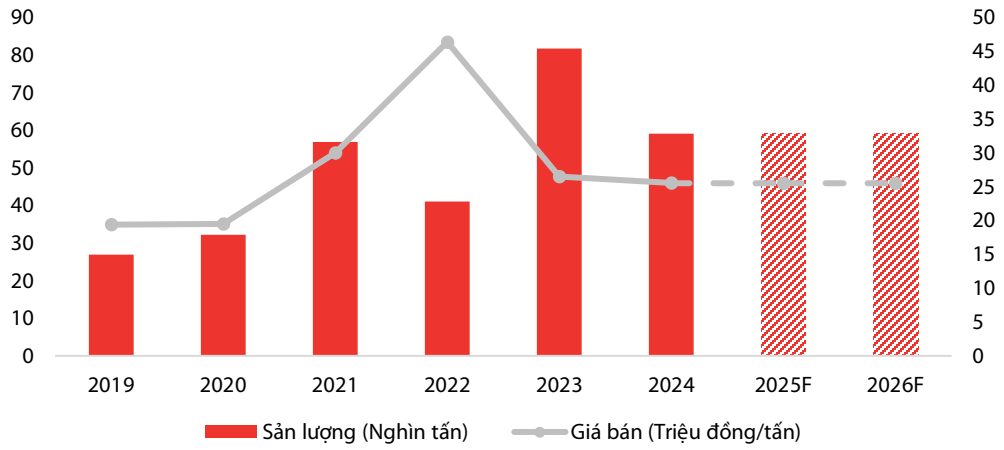
Nguồn: IDC, CTCK Rồng Việt

1.2. TPA

Nhu cầu về TPA của DGC vẫn chưa ổn định. Sau giai đoạn xuất khẩu mạnh sang các thị trường Đông Nam Á (Thái Lan, Malaysia, Indonesia…) và Mỹ, tăng trưởng sản lượng bán TPA của Công ty bắt đầu chậm lại trong năm 2024 (chỉ đạt 60.000 tấn – giảm 27% so với cùng kỳ) do nhu cầu các sản phẩm hạ nguồn suy giảm. Điều này cho thấy nhu cầu về sản phẩm TPA của DGC vẫn chưa ổn định, đặc biệt là khi công nghệ sản xuất TPA của Tập đoàn chủ yếu vẫn ở cấp độ công nghiệp và thực phẩm, chưa thể đáp ứng

được nhu cầu của ngành bán dẫn. Vì vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu TPA của Tập đoàn giai đoạn 2025-2026 sẽ tương đương so với năm 2024 và đạt 1.507 tỷ đồng.

Hình 7: Sản lượng và giá bán TPA của DGC giai đoạn 2019-2026



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

1.3. WPA, phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi (TACN)

DGC không có kế hoạch xuất khẩu WPA trong năm 2025. Tập đoàn dự định sử dụng toàn bộ sản lượng WPA để sản xuất phân bón nội bộ thay vì xuất khẩu. Chúng tôi cho rằng chính sách này đến từ (1) nguồn cung phân bón thiếu hụt từ Trung Quốc và (2) dự báo về tác động tích cực của luật thuế sửa đổi.

- Yếu tố đầu tiên có thể giúp sản lượng tiêu thụ phân lân của DGC tăng trưởng tốt trong năm 2025 đến từ chính sách hạn chế xuất khẩu phân DAP của Trung Quốc. Năm 2024, Trung Quốc xuất khẩu lần lượt 282.000 và 320.000 tấn DAP và MAP sang Việt Nam (tương ứng 78% và 87% tổng sản lượng nhập khẩu). Kể từ cuối năm 2024, Trung Quốc đã hạn chế xuất khẩu phân urê và một số loại phân phốt phát để kiểm soát giá và tăng cường an ninh lương thực, chúng tôi đánh giá lượng cung thiếu hụt (từ Trung Quốc) sẽ được bù đắp bởi các doanh nghiệp sản xuất nội địa.
- Về luật thuế mới, kể từ ngày 1/7/2025, phân bón sẽ chính thức trở thành mặt hàng chịu thuế giá trị gia tăng (VAT) đầu ra với thuế suất 5%. Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp sản xuất phân bón sẽ được khấu trừ thuế GTGT đầu vào và từ đó có thể giảm được chi phí sản xuất, giảm bớt áp lực phải chuyển chi phí này vào giá bán. Luật thuế mới sẽ có mức độ tác động khác nhau lên từng loại phân bón trong nước. Đối với riêng các doanh nghiệp sản xuất phân lân như DGC, chênh lệch giữa mức thuế VAT đầu vào của lưu huỳnh sẽ được khấu trừ (đang ở mức 10%) với mức thuế VAT đầu ra có thể giúp biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Với định mức nguyên vật liệu đầu vào hiện tại, chúng tôi ước tính DGC có thể thu lại được từ 60-100 tỷ đồng giá vốn hàng bán theo luật thuế mới.

Bảng 2: Tác động của luật thuế VAT mới

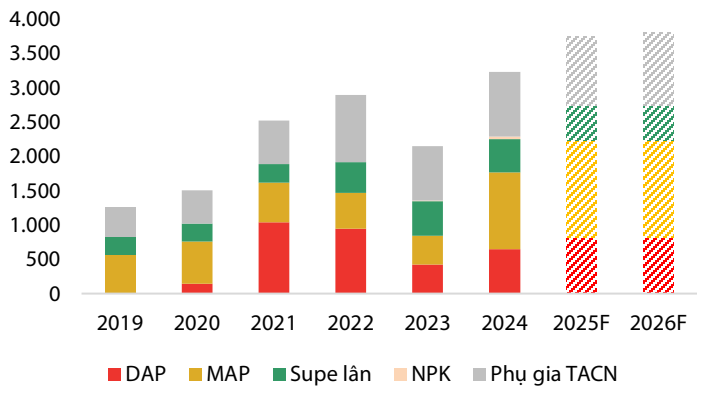
Sản phẩm	Doanh nghiệp	Thuế GTGT đầu ra	Nguyên liệu đầu vào	Thuế GTGT đầu vào
Phân Urê	DPM, DCM, DHB	5%	Than, khí thiên nhiên	10%
Phân Lân	LAS, SFG, VAF, NFC, DDV, DGC	5%	Quặng apatit, lưu huỳnh	5%, 10%
Phân NPK	DPM, DCM, BFC, LAS	5%	Phân Urê, phân Lân, phân Kali	5%

Nguồn: Luật Thuế GTGT số 48/2024/QH15, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ phân DAP và MAP của DGC năm 2025 sẽ tăng lần lượt 6.600 và 12.400 tấn so với năm 2024 (+15% YoY). Giá bán phân bón trung bình của DGC trong năm 2025 cũng được kỳ vọng sẽ tăng 10% so với cùng kỳ, dựa trên diễn biến giá bán thuận lợi từ thị trường phân bón. Trong quý 1 năm 2025, sản lượng tiêu thụ phân DAP và MAP của DGC đều tăng trưởng tốt so với cùng kỳ (+26,5%QoQ và +7% QoQ), trong khi giá bán cũng ghi nhận xu hướng tương tự (+8,4%QoQ và +16% QoQ).

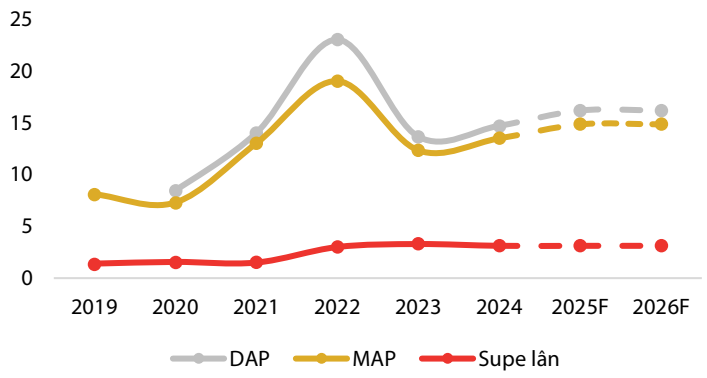
Đối với mảng phụ gia TACN, chúng tôi ước tính doanh thu mảng này sẽ tăng trưởng 5,8%/năm (theo dự phóng của Mordor Intelligence) dựa trên giả định nhu cầu đối với thực phẩm chế biến từ gia súc chăn nuôi tiếp tục tăng trưởng ổn định.

Hình 8: Doanh thu mảng phân bón và phụ gia TACN của DGC giai đoạn 2019-2026 (Tỷ đồng)



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Giá bán phân lân của DGC dự phóng (Tỷ đồng)



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

2. Doanh thu các mảng sản phẩm khác ngoài phốt pho

2.1. Bột giặt, chất tẩy rửa và các loại hóa chất khác

Chúng tôi sử dụng doanh thu theo kế hoạch sản xuất kinh doanh của DGC (415 tỷ đồng) làm dự phóng cho hai năm tài chính 2025 và 2026, không thay đổi nhiều so với năm 2024 (414 tỷ đồng).

2.2. Ắc quy & Cồn

Doanh thu mảng ắc quy của DGC được ước tính ở mức 203 tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2026 theo kế hoạch sản xuất kinh doanh do chưa có thông tin rõ ràng về tiềm năng sản phẩm pin LFP của Tập đoàn.

Đối với mảng cồn, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này sẽ đạt 425 tỷ đồng năm 2025 (theo kế hoạch) và tăng lên mức 1.000 tỷ đồng năm 2026 (ước tính sản lượng tiêu thụ đạt 60% công suất thiết kế).

2.3. Xút (NaOH) và hóa chất gốc clorua

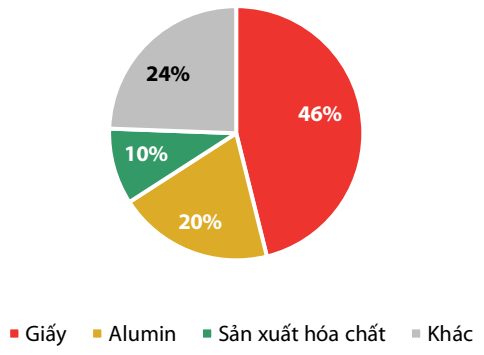
Ngành Xút được coi là một trong những ngành chủ lực của ngành hóa chất, là nguồn nguyên liệu đầu vào của nhiều ngành công nghiệp quan trọng như sản xuất giấy, chất tẩy rửa, nhôm, dệt nhuộm… Trong đó, nhu cầu về sản xuất giấy và nhôm là lớn nhất, chiếm khoảng 66% tổng nhu cầu tiêu thụ Xút của Việt Nam.

Hiện tại, cả nước có 5 cơ sở sản xuất Xút quy mô lớn là CTCP Hữu Hạn Vedan Việt Nam, CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam (CSV), CTCP Hóa chất Việt Trì (HVT), CTCP Hóa chất Đông Á và Công ty giấy Bãi Bằng (thuộc Tổng công ty giấy Việt Nam) với tổng công suất thiết kế đạt khoảng 210.000 tấn/năm. Trong đó, sản lượng xút tại nhà máy Vedan và giấy Bãi Bằng chủ yếu được sử dụng để tiêu thụ nội bộ. Ba doanh nghiệp còn lại là HVT, CSV và Đông Á sản xuất Xút thương mại với tổng công suất khoảng 110.000 tấn/năm.

Theo ước tính của VIRAC, hiện tại nguồn cung trong nước mới chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu sử dụng. Phần lớn lượng thiếu hụt còn lại chủ yếu được nhập khẩu từ Trung Quốc, Đài Loan, Ấn Độ và Bangladesh. Trong giai đoạn 2019-2023, Việt Nam nhập khẩu khoảng 60.000 tấn Xút mỗi năm từ các quốc gia này, trong đó Trung Quốc là nhà cung cấp lớn nhất.

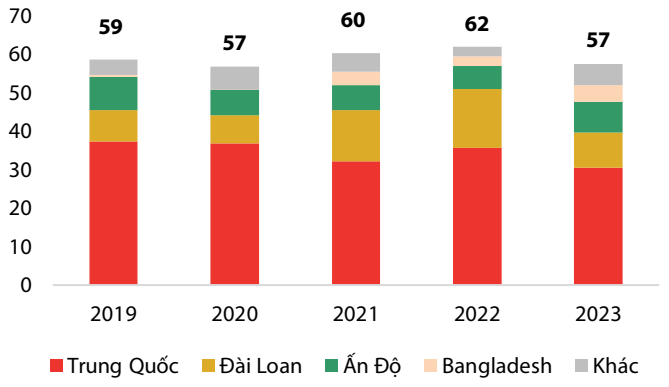
Dự án Tổ hợp hóa chất Đức Giang Nghi Sơn giai đoạn 1 của DGC đã chính thức được khởi công vào tháng 2/2025 sau nhiều lần lùi tiến độ do vướng mắc liên quan đến vấn đề giải phóng mặt bằng. Theo kế hoạch, tổ hợp nhà máy sẽ có công suất thiết kế cho từng loại sản phẩm Xút, PAC (Poly aluminum chloride), Calcium hypochlorite Ca(OCl)2 và H3PO3 lần lượt là 50.000, 30.000, 20.000 và 10.000 tấn/năm.

Hình 10: Nhu cầu tiêu thụ Xút theo ngành



Nguồn: VIRAC, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Sản lượng Xút nhập khẩu hàng năm (Nghìn tấn)



Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Dự án Tổ hợp hóa chất Đức Giang

Giai đoạn	TMĐT (Tỷ VND)	Công suất (tấn/năm)	Sản phẩm	Thời gian hoạt động dự kiến
1	2.400	151.000	Xút (NaOH), PAC, Ca(OCl)2, H3PO3…	Quý II/2026
2	6.000	N/a	Nhựa dẻo PVC	N/a
3	3.600	400.000	Soda	N/a

Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Với kỳ vọng sản lượng tiêu thụ NaOH (của giai đoạn 1) năm 2026 đạt 25.000 tấn (tương ứng 50% công suất thiết kế), chúng tôi ước tính mảng Xút-Clo sẽ đem lại doanh thu khoảng 782 tỷ đồng cho DGC.

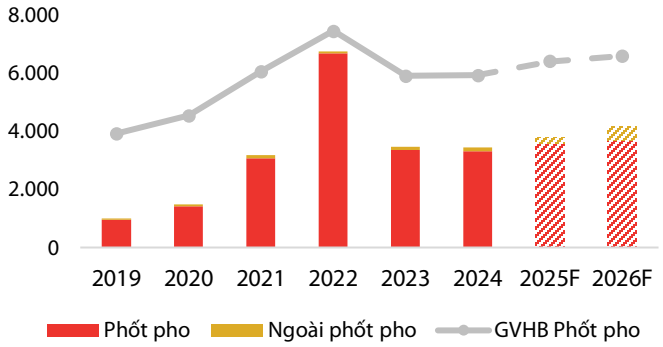
Biên lợi nhuận gộp (GPM)

Biên gộp ổn định trong quá khứ, kỳ vọng được duy trì trong tương lai ở mức 35%.

Biên gộp của DGC giai đoạn 2021-2024 khá tốt, hỗ trợ bởi: 1/ Giá bán các sản phẩm mảng phốt pho tăng trưởng tốt và 2/ Nguồn apatit tự chủ từ Khai Trường 25. Năm 2022 là năm DGC có biên lợi nhuận gộp cao kỷ lục (46,7%) nhờ giá bán P4 và TPA của Tập đoàn tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ.

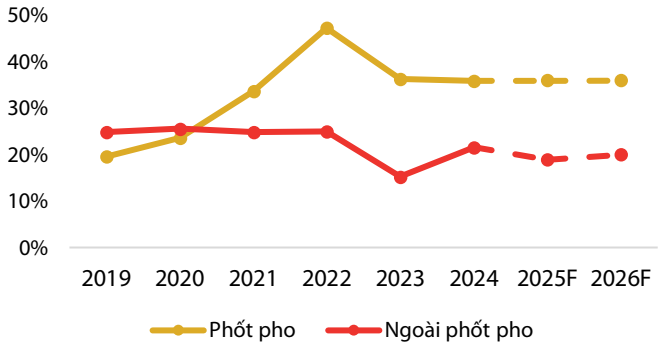
Năm 2023 và 2024, GPM của DGC giảm về mức 35% sau khi giá bán P4 và TPA dần hạ nhiệt. Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng biên gộp của DGC sẽ giữ nguyên ở mức 34% từ giả định Tập đoàn có thể tăng giá bán phốt pho vàng để bù đắp mức tăng của chi phí điện. Trong trường hợp DGC không thể chuyển phần chi phí điện tăng thêm vào giá bán, biên gộp của Tập đoàn ước tính sẽ bị ảnh hưởng khoảng 1-2%.

Hình 12: Lợi nhuận gộp và giá vốn hàng bán (GVHB) mảng phốt pho của DGC (Tỷ đồng)



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Biên lợi nhuận gộp của DGC theo mảng kinh doanh

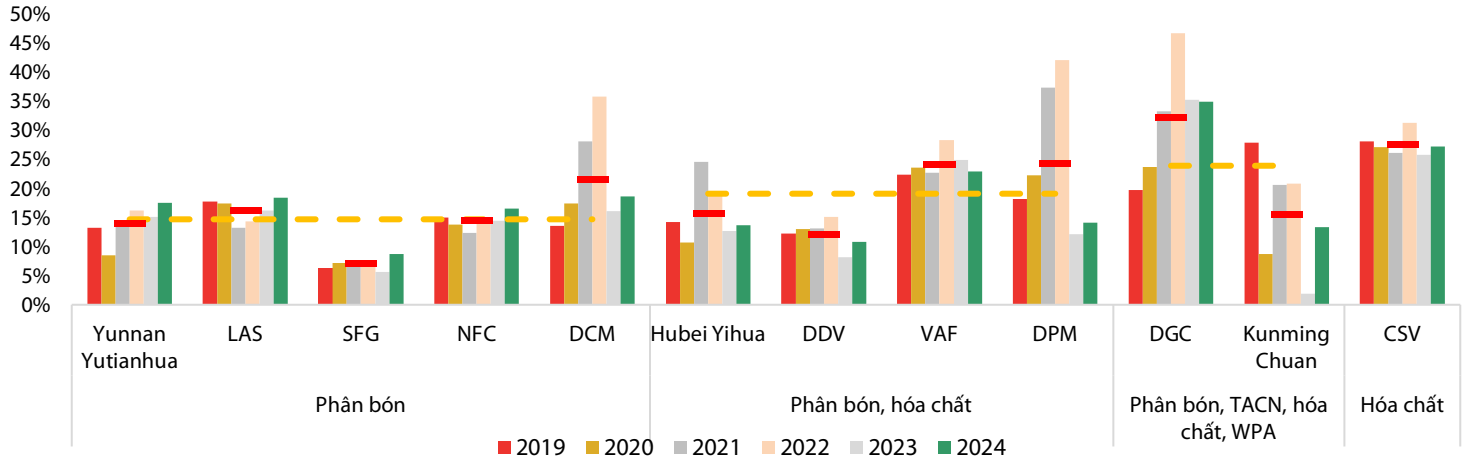


Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

DGC có biên lợi nhuận gộp nổi bật so sánh với các doanh nghiệp phân bón hóa chất. Ngoài đóng góp từ mảng phốt pho vàng, TPA và WPA, biên lợi nhuận gộp của DGC còn được hỗ trợ từ mảng phân bón trong những năm hoạt động sản xuất kinh doanh mảng này thuận lợi. Nhờ khả năng tự sản xuất WPA, Tập đoàn có thể linh hoạt trong việc sản xuất phân bón hoặc WPA tùy vào tình hình giá bán của từng sản phẩm. Ngoài DGC, LAS (sản xuất supe lân) cũng có thể tự chủ được nguồn phân lân đầu vào. Đây là hai doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp khá lớn và ổn định trong ngành sản xuất phân bón bên cạnh NFC và VAF (sản xuất phân lân nung chảy).

So sánh với một số doanh nghiệp trên thế giới, bao gồm cả doanh nghiệp có chuỗi giá trị khá giống với DGC là Kunming Chuan Jin Nuo (Trung Quốc), biên lợi nhuận gộp của Tập đoàn cao và ổn định hơn do (1) khác với các doanh nghiệp Trung Quốc phải nhập khẩu đá phốt phát, nguồn cung apatit ở Lào Cai vẫn đang đáp ứng được nhu cầu sản xuất hiện tại (chưa phải nhập khẩu apatit từ nước ngoài) và (2) giá điện ở Việt Nam rẻ hơn.

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp DGC so với các doanh nghiệp tương đương trong ngành



Nguồn: Bloomberg, Finnpro, CTCK Rồng Việt

1. **Biên gộp mảng phốt pho:** Nguyên vật liệu và dịch vụ mua ngoài chiếm phần lớn tỷ trọng chi phí đầu vào của DGC. Trong đó, chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng cao nhất – khoảng 56,2% năm 2024. Nguyên liệu chính cho sản xuất các sản phẩm gốc photpho là quặng apatit, than cốc, lưu huỳnh (để sản xuất axit sulfuric H2SO4), silica (từ đá quarzit) và một số nguyên liệu khác. Chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm tỷ trọng lớn thứ hai với khoảng 27,9% năm 2024 và chủ yếu là chi phí điện.

   Chúng tôi dự phóng biên gộp mảng phốt pho của DGC giai đoạn 2025-2026 sẽ giữ nguyên ở mức 36%.

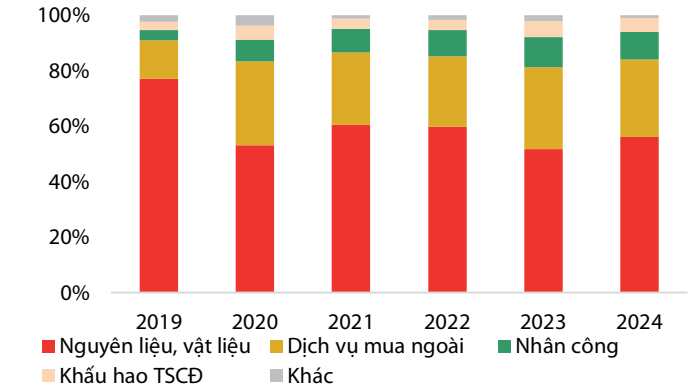
   - ***Chi phí điện**:* Chiếm ~25% giá vốn năm 2024. Tuy tổng lượng điện tiêu thụ của DGC không thay đổi quá lớn kể từ năm 2021, giá bán lẻ điện bình quân từ năm 2022 có xu hướng tăng nhẹ với các đợt điều chỉnh tăng gần nhất vào tháng 5/2023 (+3%), tháng 11/2023 (+4,5%), tháng 10/2024 (+4,8%) và tháng 5/2025 (+4,8%). Hiện tại, giá điện bán lẻ bình quân đang ở mức 2.103 VND/kWh, trong đó giá bán lẻ cho các ngành sản xuất có cấp điện áp từ 110 kW trở lên giao động từ 1.811-3.266 VND/kWh phụ thuộc vào thời gian sử dụng trong ngày. Từ ngày 7/8/2024, Bộ Công Thương đã thay đổi cơ chế xác định sản lượng hợp đồng tháng theo hướng có lợi cho EVN. Tuy chính sách này chỉ tác động đến các doanh nghiệp sản xuất điện, rủi ro giá điện bán lẻ tăng trong giai đoạn dự phóng vẫn là rất lớn. Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi dự phóng giá điện sản xuất trung bình của DGC sẽ tăng với tốc độ 5% mỗi năm.

   - ***Chi phí quặng* apatit***:* Chiếm ~29% giá vốn năm 2024. DGC tự chủ khoảng 80% lượng quặng apatit đầu vào. Đầu năm 2020, DGC được cấp phép khai thác apatit tại khai trường 25 (huyện Bát Xát, tỉnh Lào Cai), với sản lượng khoảng 3,7 triệu tấn (bao gồm 491.880 tấn quặng loại I và 3,2 triệu tấn quặng loại III) trong vòng 6 năm từ năm 2021. Ngoài ra, DGC còn có một hợp đồng bao

tiêu với CTCP Công nghiệp Hóa chất Lào Cai cho khai trường 19b. Do thời hạn của các hợp đồng này kéo dài đến cuối năm 2026, chúng tôi ước tính giá vốn apatit của DGC sẽ không có sự thay đổi so với năm 2024.

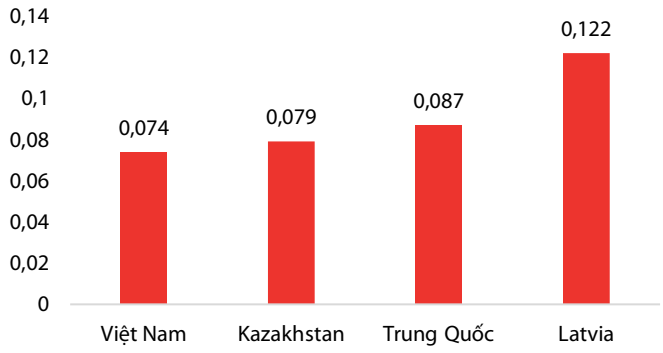
- ***Chi phí than cốc:*** Chiếm ~9% giá vốn năm 2024. Than cốc được DGC mua từ cả thị trường nội địa và nhập khẩu. Theo Bộ Công nghiệp, khoa học và tài nguyên của Úc, sản lượng xuất khẩu & giá than luyện kim sẽ tiếp tục giảm trong năm tài chính 2024-2025 (7/2024-6/2025). Trong dài hạn, xu hướng giảm sử dụng và thay thế than cốc bằng các nguyên liệu khác (trong công nghệ luyện thép) có thể khiến giá than cốc khó hồi phục. Chúng tôi dự phóng giá mua than cốc của DGC sẽ giảm nhẹ 2% vào năm tài chính 2025 và giữ nguyên ở mức này trong năm 2026.
- ***Chi phí lưu huỳnh:*** Chiếm khoảng 5% giá vốn năm 2024. Axit sulfuric (H2SO4) được Tập đoàn nhập khẩu từ một số nhà cung cấp Trung Quốc. Ngoài ra, Công ty còn nhập khẩu lưu huỳnh để tự sản xuất loại axit này. Trong 2 quý đầu năm 2025, giá lưu huỳnh và axit sulfuric (H2SO4) Trung Quốc đã tăng mạnh so với cùng kỳ. Do đây là một loại hóa chất độc hại, những quy định nghiêm ngặt về khí thải và bảo vệ môi trường trong tương lai có thể ảnh hưởng lớn tới phía nguồn cung. Dựa trên kỳ vọng DGC sẽ phải tiếp tục nhập khẩu H2SO4 do không đủ lượng hàng tồn kho, chúng tôi dự phóng giá vốn lưu huỳnh (quy đổi về giá axit sulfuric 98%) năm 2025 sẽ tăng 80% so với cùng kỳ.

Hình 15: Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố của DGC (Tỷ đồng)



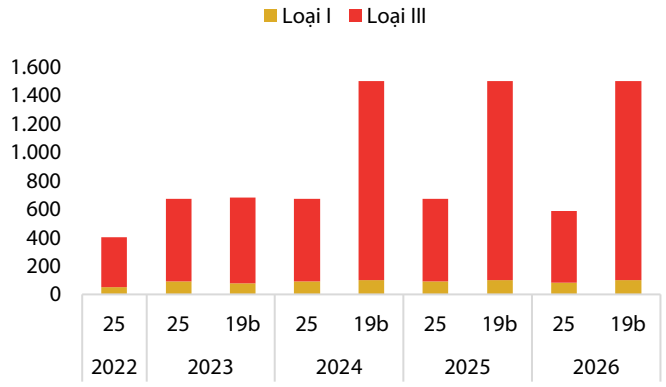
Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Lợi thế về chi phí điện sản xuất công nghiệp của Việt Nam (USD/kWh)



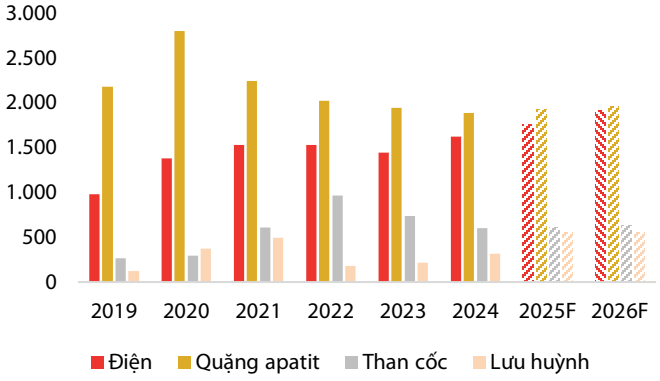
Nguồn: Globalpetrolprices, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Sản lượng quặng apatit khai thác và bao tiêu tại khai trường 25 và 19b



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Chi phi nguyên vật liệu chính của DGC (Tỷ đồng)



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt ước tính

2. Biên gộp các mảng sản phẩm khác ngoài phốt pho

2.1. Bột giặt, chất tẩy rửa và các loại hóa chất khác

Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp mảng này của DGC đạt khoảng 25% trong giai đoạn 2025-2026, tương đương với một số công ty trong ngành như NET và LIX.

Trong giai đoạn 2025-2026, ước tính biên gộp mảng này sẽ không có nhiều biến động do ngành đã bão hòa.

2.2. Ắc quy, cồn

Nhà máy ắc quy Tia Sáng của DGC hiện có biên lợi nhuận gộp khá nhỏ (~14%). Theo chia sẻ của DGC, Tập đoàn đang chỉ định dừng ở việc sản xuất FePO4 thay vì sản xuất pin hoàn chỉnh từ rủi ro tăng chi phí sản xuất (cần nhập nhiều nguyên vật liệu khác).

Chúng tôi dự phóng mức biên gộp 14% sẽ được duy trì trong giai đoạn 2025-2026 dựa trên thực tế là những thông tin về tiềm năng sản phẩm pin LFP của Tập đoàn hiện vẫn chưa rõ ràng. Đối với mảng cồn, chúng tôi tạm ước tính biên gộp của nhà máy Đại Việt trong giai đoạn dự phóng là 15% dựa trên so sánh với một số công ty bia, rượu & nước giải khát và sẽ cập nhật khi có thêm thông tin.

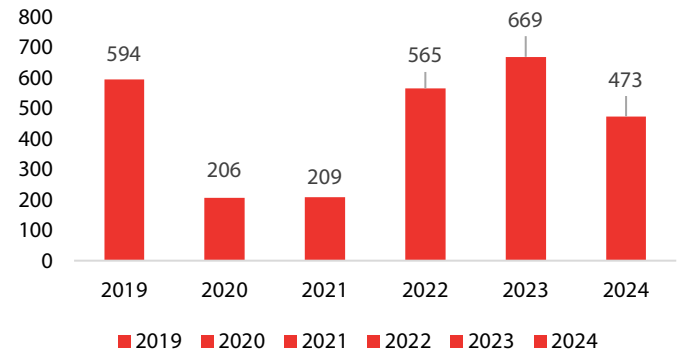
3. Xút và hóa chất gốc clorua

Nguyên liệu đầu vào để sản xuất Xút (NaOH) chủ yếu bao gồm muối công nghiệp (NaCl) và điện năng.

- ***Muối công nghiệp (NaCl)***: Chiếm khoảng 73% chi phí nguyên vật liệu; muối của Việt Nam có chất lượng kém vì vậy phần lớn muối để sản xuất công nghiệp ở nước ta được nhập khẩu từ Ấn Độ. Tuy nhiên, để bảo hộ cho ngành sản xuất muối nội địa, Bộ Công Thương duy trì một mức hạn ngạch nhập khẩu muối hàng năm và phân bổ cho các doanh nghiệp trong nước. Năm 2024, hạn ngạch áp dụng cho mặt hàng muối và natri clorua tinh khiết là 88.000 tấn (~18% tổng lượng nhập khẩu), phần nhập khẩu ngoài mức hạn ngạch này sẽ chịu mức thuế suất 50%.
- ***Điện***: Chiếm khoảng 27% chi phí nguyên vật liệu; tương tự phốt pho, Việt Nam cũng có lợi thế về chi phí điện so với các quốc gia xuất khẩu xút lớn sang Việt Nam. So sánh với các quốc gia như Trung Quốc, Đài Loan và Ấn Độ, giá điện công nghiệp của Việt Nam (tính đến cuối năm 2024) thấp hơn lần lượt khoảng 15%, 58% và 41%.

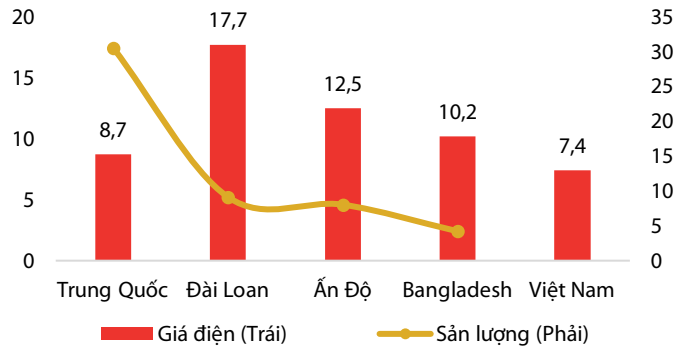
Chúng tôi dự phóng biên gộp mảng này trong năm 2026 sẽ đạt 25%.

Hình 19: Sản lượng muối NaCl nhập khẩu từ Ấn Độ hàng năm (Nghìn tấn)



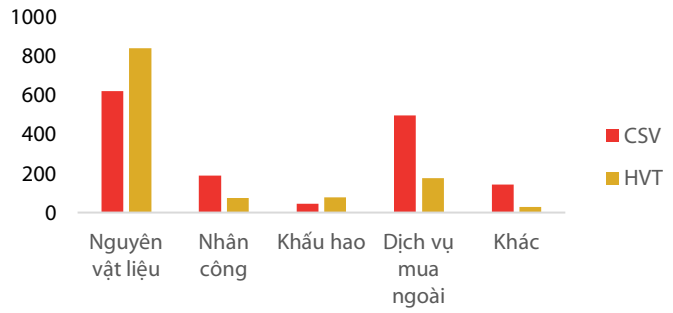
Nguồn: VIRAC, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Giá điện (USD/kWh) và sản lượng Xút (nghìn tấn) của các nước xuất khẩu chính sang Việt Nam



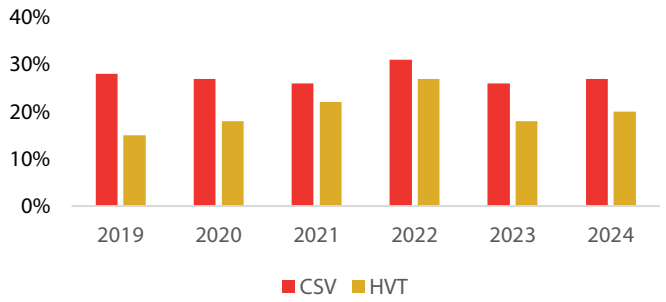
Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Cơ cấu chi phí theo yếu tố của CSV và HVT năm 2024 (Tỷ đồng)



Nguồn: VIRAC, CTCK Rồng Việt

Hình 22: Biên lợi nhuận gộp của CSV và HVT hàng năm



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN)

Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong doanh thu của DGC tăng nhẹ kể từ năm 2022. Tỷ số này giảm xuống mức thấp (5,2%) năm 2022 do doanh thu của Tập đoàn trong năm này tăng trưởng rất tốt. Mặc dù đã tăng lên nhẹ vào hai năm tài chính 2023 và 2024, con số này vẫn thấp hơn mức trung bình của giai đoạn 2019-2021. Do 70% doanh thu của DGC đến từ thị trường quốc tế, chi phí vận chuyển thường chiếm tỷ trọng lớn (trên 70%) trong chi phí bán hàng của Tập đoàn.

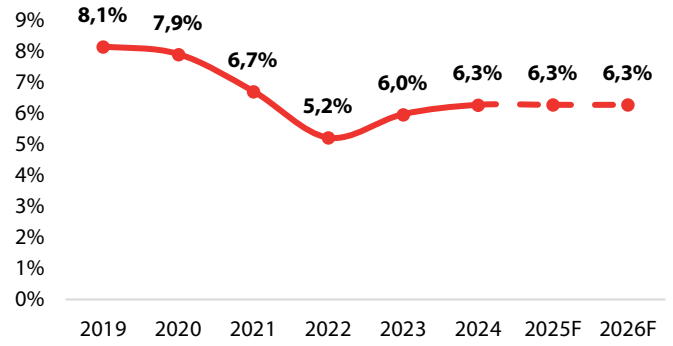
DGC sở hữu công ty con MTV Hóa chất Đức Giang Đình Vũ chuyên cung cấp dịch vụ kho bãi và cầu cảng đối với mặt hàng hóa chất và phân bón của Tập đoàn. Điều này giúp DGC chủ động hơn trong việc quản lý chi phí vận chuyển và dịch vụ mua ngoài trong những năm mà các loại chi phí này tăng cao. Năm 2022, chi phí vận chuyển của DGC là 437 tỷ (+16,5% YoY) – cao nhất trong giai đoạn 2019-2024 do chi phí chi phí nhiên liệu, đặc biệt là dầu diesel (nhiên liệu chính cho xe tải và tàu thủy) tăng cao do thiếu hụt nguồn cung từ Nga. Trong hai năm 2023 và 2024, chi phí này của Tập đoàn ổn định ở mức 310 tỷ VND, chiếm khoảng 73% tổng chi phí bán hàng.

Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên doanh thu thuần của DGC sẽ ổn định quanh mức 6,3%.

Lợi nhuận ròng

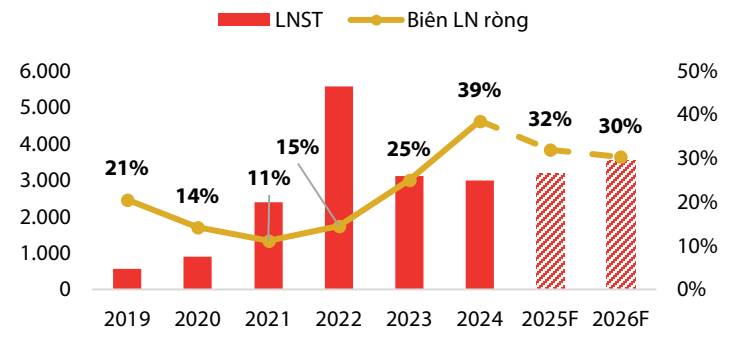
Biên lợi nhuận ròng của DGC khá cao và ổn định giai đoạn 2021-2024, hỗ trợ bởi cơ cấu nguồn vốn ít nợ vay và một số ưu đãi thuế cho các nhà máy của Tập đoàn. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của DGC năm 2025, 2026 sẽ lần lượt đạt 3.170 tỷ đồng (+6% YoY) và 3.528 tỷ đồng (+11% YoY). Trong đó tăng trưởng lợi nhuận 2025 đến từ tăng trưởng doanh thu phốt pho vàng (+10,25% YoY) và các sản phẩm nông nghiệp (17% YoY). Biên lợi nhuận ròng trong giai đoạn dự phóng thấp hơn so với năm 2024 do mảng Cồn và Xút-Clorua ước tính sẽ có biên lợi nhuận gộp thấp hơn mảng sản phẩm phốt pho.

Hình 23: Tỷ lệ Chi phí bán hàng và quản lý/Doanh thu thuần



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng) và biên lợi nhuận ròng của DGC



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

DGC có tỷ trọng tiền gửi ngân hàng lớn với mức lãi suất cao, dự kiến sẽ được sử dụng để tài trợ cho các dự án lớn trong tương lai.

Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng các chỉ tiêu vốn lưu động của DGC sẽ tiếp tục được duy trì với các tỷ lệ của năm 2024 (hình 25) do (1) con số của năm 2024 nằm gần với mức trung bình của Tập đoàn giai đoạn 2019-2024 và (2) biến động doanh thu các mảng sản phẩm kinh doanh của năm này gần với giả định trong giai đoạn dự phóng nhất.

Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn

Kể từ năm 2018, DGC bắt đầu giữ một lượng lớn tiền gửi ngân hàng ngắn hạn nhờ lượng tiền mặt dồi dào từ hoạt động sản xuất kinh doanh. Đặc biệt vào năm 2022, tập đoàn ghi nhận tới hơn 5.900 tỷ đồng lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh (+126% YoY), với phần lớn (~7.200 tỷ VND) sau đó được gửi kỳ hạn tại ngân hàng với mức lãi suất từ 5-6%/năm

Vốn lưu động

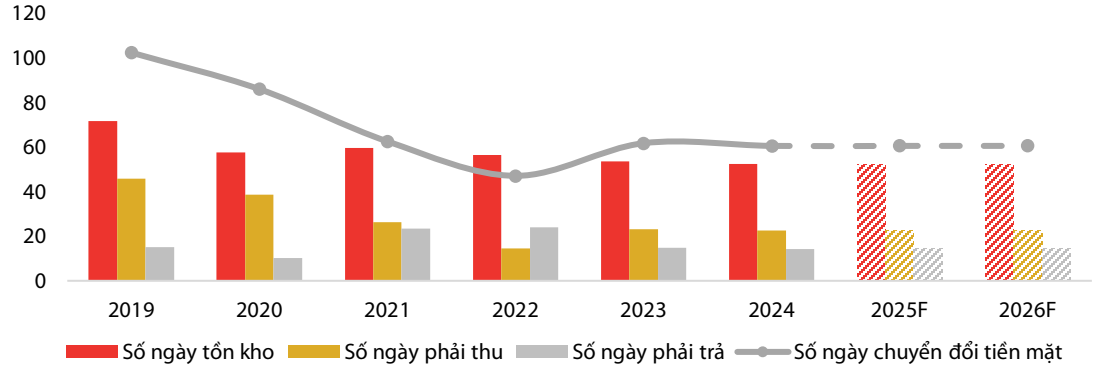
Hàng tồn kho: Trong cơ cấu hàng tồn kho của DGC, nguyên vật liệu và thành phẩm thường chiếm tỷ trọng chủ yếu (80-90%). Năm 2021, hàng tồn kho của DGC tăng mạnh khi Tập đoàn tăng cường khai thác apatit tại mỏ Khai Trường 25 khi thị trường các mảng sản phẩm phốt pho thuận lợi. Nhìn chung, tồn kho của DGC không có tính chu kỳ đặc trưng như các doanh nghiệp thuần phân bón. Trong giai đoạn 2019-2024, số ngày tồn kho của Tập đoàn ổn định ở mức 200-250 ngày.

Phải thu khách hàng: DGC có chính sách bán hàng thu tiền chậm cho một số khách hàng lớn và lâu năm của Công ty bao gồm Mitsubishi (Nhật Bản, điện tử), UNID Global (Hàn Quốc, phân bón, hóa chất), Agrifield DMCC (Dubai, phân bón) và UPL (Ấn Độ, hóa chất).

Trong giai đoạn 2019-2024, số ngày tồn kho của DGC được cải thiện do doanh thu của Tập đoàn tăng trưởng tốt trong khi các khoản phải thu lại có xu hướng giảm.

Phải trả người bán: Trong giai đoạn 2019-2024, khoản phải trả của DGC giao động từ 130-683 tỷ đồng; mức cao nhất được ghi nhận năm 2021 với Fagro (UAE) và CTCP phân lân nung chảy Lào Cai là hai nhà cung cấp chiếm tỷ trọng lớn nhất. Năm 2023 và 2024, số ngày phải trả trung bình của DGC ổn định ở mức 14 ngày.

Hình 25: Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của DGC (ngày)



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

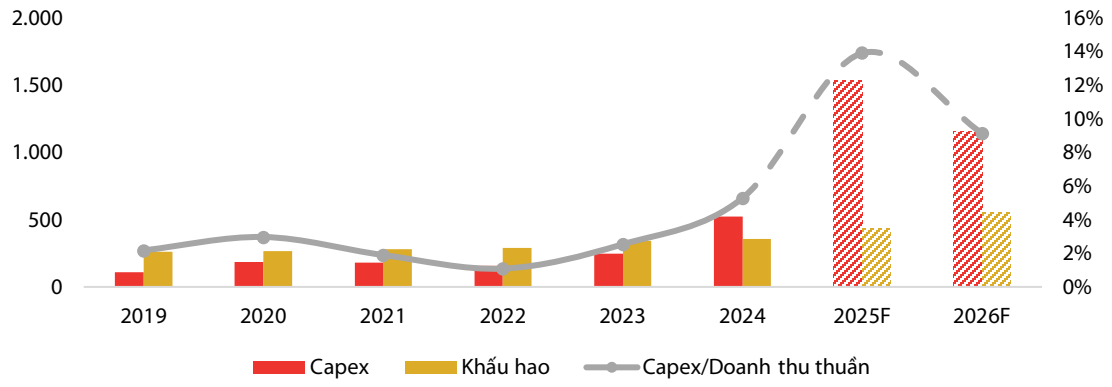
Đầu tư TSCĐ

Một số khoản đầu tư lớn của Tập đoàn trong giai đoạn 2019-2024 bao gồm dự án khai thác Khai trường 25, nhà máy NPK Đắk Nông và mở rộng 30.000 tấn công suất sản xuất TPA điện tử. Trong năm 2023, DGC thực hiện mua lại nhà máy Ắc quy Tia Sáng và nhà máy Phốt pho 6 với tổng giá trị lần lượt là 138 và 635 tỷ VND.

DGC lên kế hoạch giải ngân 1.200 tỷ VND cho dự án Xút-Clorua Nghi Sơn trong năm 2025. Giai đoạn 1 của dự án Tổ hợp Hóa chất Đức Giang Nghi Sơn có tổng mức đầu tư 2.400 tỷ VND và dự kiến sẽ bắt đầu

vận hành vào khoảng quý II/2026. Chúng tôi ước tính vốn cố định và vốn lưu động của dự án lần lượt là 2.000 và 400 tỷ VND (toàn bộ từ vốn tự có). Trong đó, khoản đầu tư 2.000 tỷ VND vào vốn cố định sẽ được ghi nhận vào xây dựng cơ bản dở dang dài hạn năm 2025 và vào tài sản cố định hữu hình của Tập đoàn năm 2026 (khi nhà máy bắt đầu có doanh thu).

Hình 26: Biến động dòng tiền đầu tư tài sản cố định (Capex) của DGC giai đoạn 2019-2026 (Tỷ đồng)



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Một số dự án đầu tư lớn của DGC

Loại hình	Dự án	Địa điểm	Tổng mức đầu tư (Tỷ VND)	Thời gian hoạt động (dự kiến
Xây mới	Hóa Chất Nghi Sơn	Thanh Hóa	2.400	2026 (dự kiến)
Mua lại	Cồn Đại Việt	Đắk Nông	253	2024
Nâng cấp	TPA điện tử	Lào Cai	79,4	2023
Xây mới	NPK Đắk Nông	Đắk Nông	176	2023
Mua lại	Ắc Quy Tia Sáng	Hải Phòng	138	2023
Mua lại	Nhà máy Phốt Pho 6	Lào Cai	635	2023
Xây mới	Khai trường 25	Lào Cai	210	2020
Xây mới	Nhôm – Alumin	Đắk Nông	n/a	2028 (dự kiến)
Xây mới	Bất động sản	Hà Nội	n/a	n/a

Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về nguồn vốn

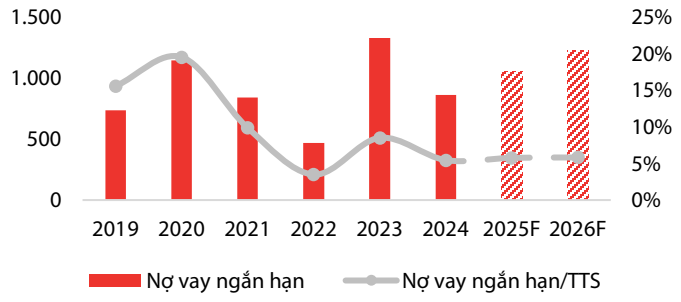
DGC có đòn bẩy thấp do không có nợ vay dài hạn. Chúng tôi ước tính nhu cầu nâng vốn của Tập đoàn trong ngắn hạn thấp do còn dư lượng tiền mặt lớn.

Nợ vay

Trong giai đoạn 2019-2024, DGC chỉ thực hiện các hợp đồng vay ngắn hạn với mục đích tài trợ cho các khoản vốn lưu động. Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản của Tập đoàn chỉ dao động ở dưới mức 24%.

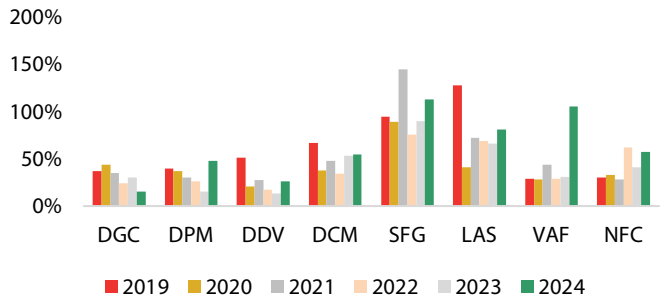
Các khoản vay ngắn hạn của DGC đang có lãi suất trung bình 2,5%/năm – thấp hơn nhiều doanh nghiệp trong ngành (bao gồm cả các doanh nghiệp chủ yếu chỉ có dư nợ ngắn hạn như DDV, SFG và LAS). Tại thời điểm cuối năm tài chính 2024, DGC đang có hợp đồng vay ngắn hạn tại với lãi suất từ 2,1% – 3,4%/năm. Chúng tôi sử dụng mức 3,6% để ước tính chi phí lãi vay ngắn hạn của DGC trong giai đoạn 2025-2026.

Hình 27: Nợ vay ngắn hạn của DGC giai đoạn 2019-2026 (Tỷ đồng)



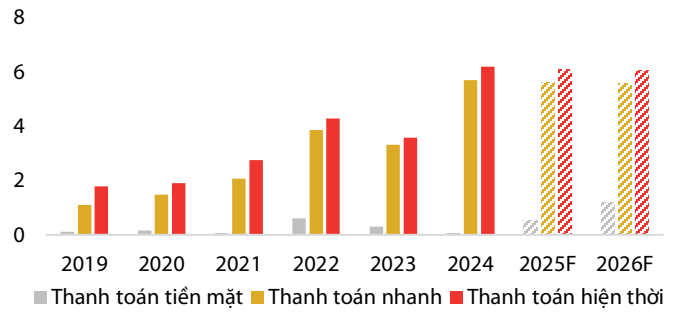
Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 28: So sánh tỷ lệ Nợ vay/VCSH của một số doanh nghiệp hóa chất phân bón



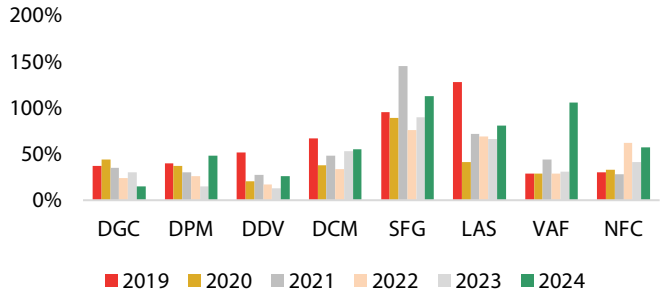
Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 29: Các chỉ số thanh khoản của DGC giai đoạn 2019-2026 (Tỷ đồng)



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 30: So sánh tỷ lệ Lãi vay/Nợ vay trung bình của một số doanh nghiệp hóa chất & phân bón



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

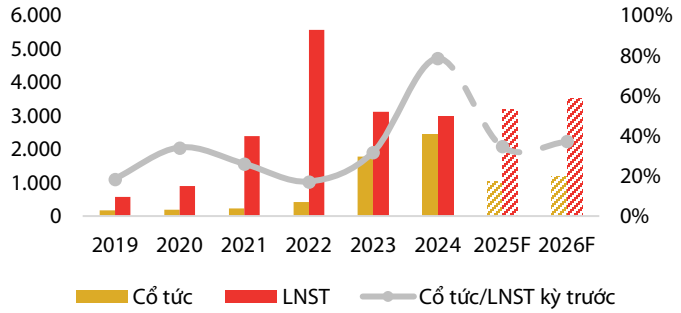
Vốn chủ sở hữu

Tính tới cuối 2024, lũy kế lợi nhuận chưa phân phối của DGC vẫn còn hơn 7.200 tỷ đồng mặc dù doanh nghiệp đã trích 2.000 tỷ đồng năm 2022 để tăng vốn điều lệ. Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng Tập đoàn sẽ sử dụng số tiền này để tài trợ cho việc đầu tư các dự án, qua đó vẫn giữ tỷ lệ đòn bẩy ở mức thấp.

Chính sách cổ tức tiền mặt

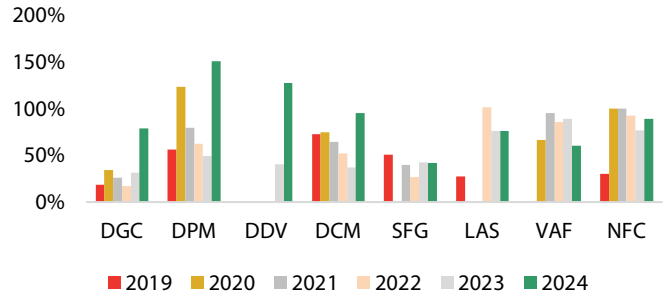
Trong giai đoạn 2019-2024, DGC trả cổ tức khá đều đặn với tỷ lệ cổ tức trên lợi nhuận sau thuế trung bình ở mức 34,4%. Tuy nhiên, tỷ lệ này thấp hơn khá nhiều nếu so sánh với các doanh nghiệp phân bón và hóa chất khác (như DPM, DCM, VAF hay NFC) do Công ty có kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất. Cho giai đoạn 2025-2026, chúng tôi giả định DGC sẽ tiếp tục duy trì một tỷ lệ chi trả cổ tức ổn định ở mức 2.700 đồng/cổ phiếu (34% lợi nhuận sau thuế) từ lượng tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn của Tập đoàn.

Hình 31: Tỷ lệ trả cổ tức của DGC giai đoạn 2019-2026



Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Hình 32: So sánh tỷ lệ trả cổ tức của một số doanh nghiệp hóa chất & phân bón

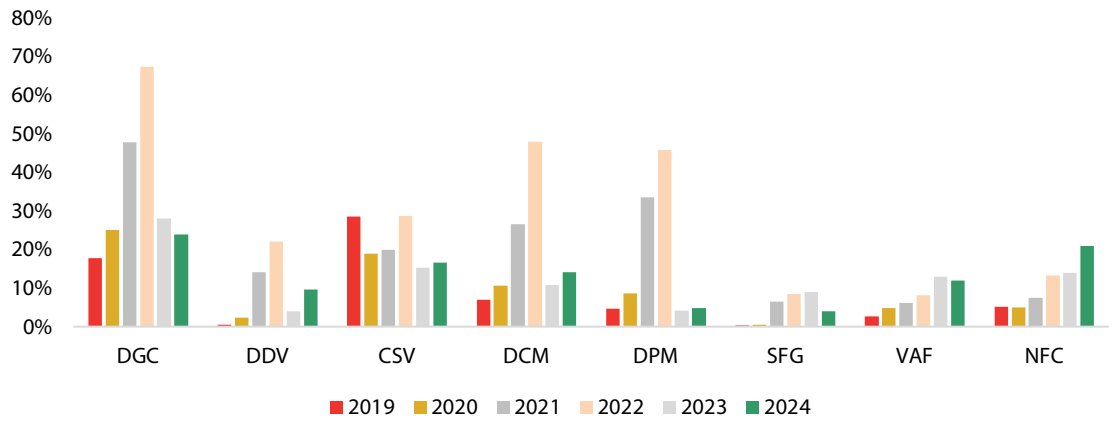


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hiệu quả sinh lời

DGC có tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) trung bình giai đoạn 2019-2024 đạt 35%, nổi bật so với các doanh nghiệp khác trong nhóm hóa chất phân bón, hỗ trợ bởi biên lợi nhuận cao và ổn định nhờ tự chủ được quặng apatit. Chúng tôi dự phóng ROE năm 2025 của Tập đoàn sẽ đạt 20% – không thay đổi nhiều so với cùng kỳ.

Hình 33: ROE của một số doanh nghiệp hóa chất & phân bón



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Phân tích Dupont một số doanh nghiệp hóa chất & phân bón

Doanh nghiệp	Chỉ số	2019	2020	2021	2022	2023	2024
DGC	Biên LN thuần	11,2%	15,2%	26,3%	41,8%	33,4%	31,5%
	Vòng quay tổng tài sản	1,1	1,2	1,3	1,3	0,7	0,6
	Tỷ lệ đòn bẩy	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,2
DDV	Biên LN thuần	0,3%	1,5%	6,6%	11,0%	2,2%	5,0%
	Vòng quay tổng tài sản	0,9	1,1	1,7	1,6	1,6	1,6
	Tỷ lệ đòn bẩy	1,5	1,2	1,3	1,2	1,1	1,3
CSV	Biên LN thuần	16,0%	13,5%	13,8%	19,4%	14,5%	13,9%
	Vòng quay tổng tài sản	1,3	1,0	1,1	1,3	0,9	1,0
	Tỷ lệ đòn bẩy	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
DCM	Biên LN thuần	6,1%	8,8%	18,5%	27,1%	8,8%	10,6%
	Vòng quay tổng tài sản	0,7	0,8	1,0	1,3	0,9	0,9
	Tỷ lệ đòn bẩy	1,7	1,4	1,5	1,3	1,5	1,5
DPM	Biên LN thuần	5,1%	9,0%	24,8%	30,0%	3,9%	4,1%
	Vòng quay tổng tài sản	0,7	0,7	1,0	1,2	0,9	0,9
	Tỷ lệ đòn bẩy	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,5
SFG	Biên LN thuần	0,1%	0,2%	1,7%	2,5%	3,6%	1,6%
	Vòng quay tổng tài sản	1,4	1,3	1,7	1,6	1,3	1,2
	Tỷ lệ đòn bẩy	2,0	1,9	2,4	1,8	1,9	2,1

Source: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Doanh thu dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

DOANH THU THUẦN	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng doanh thu	**5.091**	**6.236**	**9.550**	**14.444**	**9.748**	**9.865**	**11.018**	**12.681**
Phốt pho	4.874	5.957	9.134	14.135	9.280	9.254	9.975	10.281
Bột giặt, CTR	217	277	417	309	348	414	415	415
Ắc quy					157	182	203	203
Cồn						16	425	1.000
Xút-Clo							-	783
% tăng trưởng cùng kỳ		**23%**	**53%**	**51%**	**-33%**	**1%**	**12%**	**15%**
Phốt pho		22%	53%	55%	-34%	0%	8%	3%
Bột giặt, CTR		28%	50%	-26%	13%	19%	0%	0%
Ắc quy						16%	12%	0%
Cồn							2556%	135%
Xút-Clo								
% tổng doanh thu	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
Phốt pho	96%	96%	96%	98%	95%	94%	91%	81%
Bột giặt, CTR	4%	4%	4%	2%	4%	4%	4%	3%
Ắc quy					2%	2%	2%	2%
Cồn							4%	8%
Xút-Clo								6%

Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng	**1.006**	**1.479**	**3.182**	**6.750**	**3.437**	**3.449**	**3.773**	**4.168**
Phốt pho	953	1.408	3.079	6.673	3.366	3.318	3.576	3.689
Bột giặt, CTR	54	69	104	77	87	104	104	104
Ắc quy					21	26	29	29
Cồn						2	64	150
Xút-Clo							-	196
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP								
Tổng	**20%**	**24%**	**33%**	**47%**	**35%**	**35%**	**34%**	**33%**
Phốt pho	20%	24%	34%	47%	36%	36%	36%	36%
Bột giặt, CTR	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Ắc quy					14%	14%	14%	14%
Cồn						15%	15%	15%
Xút-Clo								25%

Nguồn: DGC, CTCK Rồng Việt ước tính

5. Rủi ro trong kinh doanh

Rủi ro chi phí đầu vào

Chi phí điện (chiếm ~25% giá vốn năm 2024 của DGC) có rủi ro sẽ tiếp tục tăng trong tương lai. Ngoài ra, chi phí quặng apatit cũng có rủi ro tăng nếu như Tập đoàn không thể duy trì nguồn cung tự chủ (các giấy phép khai thác quặng tại khai trường 25 và 19b sẽ hết hạn vào năm 2026). Trong trường hợp chi phí tăng và DGC không thể chuyển vào giá bán, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ bị ảnh hưởng khoảng 1-2%.

Rủi ro về công nghệ

Ngoài công nghệ sản xuất WPA truyền thống, một xu hướng mới đang được ghi nhận là sản xuất WPA tinh khiết bằng các công nghệ không cần sử dụng P4. Công nghệ này có chi phí sản xuất thấp hơn quy trình nhiệt, tuy nhiên đòi hỏi nhiều kỹ thuật phức tạp. Hiện tại, công nghệ này hiện mới chỉ phổ biến tại Trung Quốc, với khoảng 75% tỷ trọng WPA tinh khiết được sản xuất trên tổng lượng H3PO4 công nghiệp được sản xuất hàng năm.

Rủi ro về tiến độ dự án

Dự án Xút & hóa chất clorua Nghi Sơn đã nhiều lần bị lùi tiến độ do vướng mắc liên quan đến vấn đề giải phóng mặt bằng. Với công suất thiết kế nhà máy khá lớn, việc xây dựng chậm tiến độ có thể khiến doanh thu ghi nhận chậm hơn kế hoạch hiện tại (quý II/2026).

Định giá ngắn hạn

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E và P/B cho DGC. Giá mục tiêu của DGC như bảng dưới.

Bảng 8: Giá mục tiêu ước tính của DGC năm 2025

	2025F
Phương pháp so sánh P/E	
EPS	8.333
P/E dự phóng (lần)	13,5x
Giá mục tiêu PVT (nghìn đồng/cổ phiếu)	112.492
Phương pháp so sánh P/B	
BVPS	41.702
P/B dự phóng (lần)	2,5x
Giá mục tiêu PVT (nghìn đồng/cổ phiếu)	104.254
Tổng hợp định giá	**108.400**

Chúng tôi ước tính giá cổ phiếu DGC cho mục tiêu trong 1 năm tới là **108.400 đồng/cổ phiếu** với P/E và P/B dự phóng năm 2025 lần lượt là 13,5 và 2,5 lần, phù hợp cho DGC với: (1) Doanh thu P4 tăng trưởng tốt, (2) Thị trường phân bón thuận lợi và (3) Tiềm năng từ nhà máy Xút-Clo Nghi Sơn. P/E và P/B dự phóng được ước tính từ dữ liệu lịch sử của DGC giai đoạn 2019-2024 theo phương pháp trung bình có trọng số (riêng P/B được điều chỉnh từ 3 lần xuống 2,5 lần). Mức định giá này tương đương năm 2024 và đã nằm trong khoảng biến thiên 1 độ lệch chuẩn giai đoạn 2019-2025.

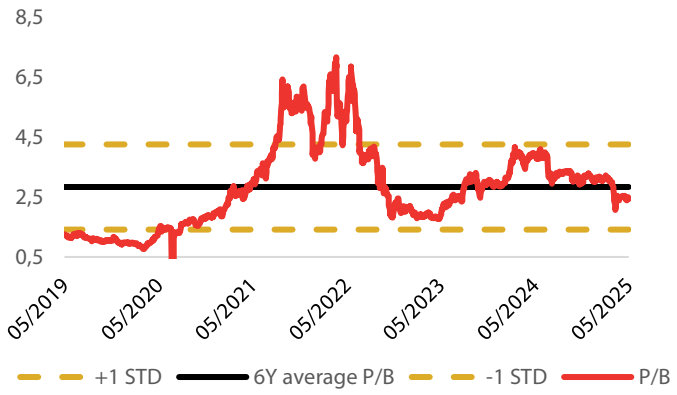
Bảng 9: Chỉ số P/E, P/B trung bình (lần) của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành

Mã cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Doanh thu thuần 2024 (Tỷ đồng)	LNST 2024 (Tỷ đồng)	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	ROE (%)	P/E 2024 (lần)	P/B 2024 (lần)
DGC	35.509	9.865	2.986	35	31,5	23,8	12,7	2,7
Kunming Chuan	13.817	11.200	614	13,2	5,5	25,9	22,5	1,6
Hubei Yihua	46.604	59.200	2.278	13,7	3,8	9,36	1,8	1,2
DDV	3.378	3.365	211	10,8	5%	9,7	22,3	1,9
CSV	3.950	1.856	327	27,2	13,9	16,5	18,2	2,6
DCM	17.893	13.456	1.323	18,7	10,6	14,14	12,6	1,8
DPM	13.405	13.496	665	14,6	4,1	4,81	33,4	1,2
SFG	507	1.600	26	8,7	1,6	3,9	19,8	0,8
VAF	785	1.220	61	23	5	11,9	14,3	1.5
NFC	818	915	44,7	16,6	4,9	20,9	20,3	3,7
Trung vị ngành 5 năm							**16,8**	**1,4**

Bảng 10: Bảng độ nhạy cho giá trị DGC trên mỗi cổ phiếu và P/E & P/B

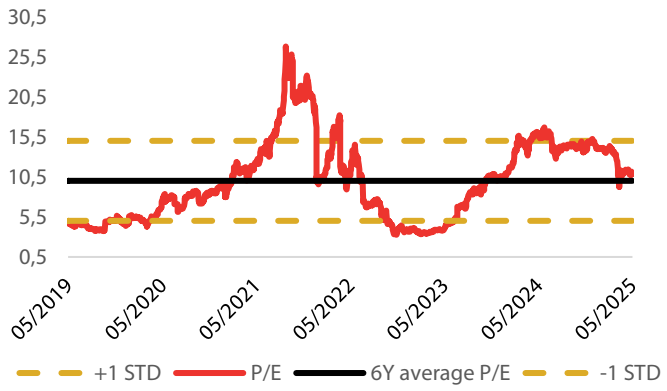
			P/E				
			11,5	12,5	13,5x	14,5	15,5
EPS	2025	8.333	95.827	104.159	112.492	120.825	129.158
	2026	9.264	106.540	115.804	125.068	134.333	143.597
			P/B				
			1,5	2,0	2,5x	3,0	3,5
BVPS	2025	41.702	62.553	83.403	104.254	125.105	145.956
	2026	47.877	71.816	95.755	119.693	143.632	167.571

Hình 34: P/B 6 năm của DGC



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 35: P/E 6 năm của DGC



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC– CÁC DOANH NGHIỆP KINH DOANH TƯƠNG ĐỒNG VỚI DGC

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng 12 công ty bao gồm các công ty đa ngành trong lĩnh vực hóa chất và phân bón, có mô hình kinh doanh gần tương đồng với DGC làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co., Ltd. (SZSE: 300505)

Kunming Chuan Jin Nuo hoạt động trong lĩnh vực sản xuất phân bón phốt phát và hóa chất công nghiệp. Thành lập năm 2005, Kunming Chuan Jin Nuo hiện sở hữu hệ thống nhà máy sản xuất hiện đại tại tỉnh Vân Nam (Trung Quốc), chuyên cung cấp các sản phẩm phân bón và hóa chất chất lượng cao cho thị trường trong nước và quốc tế. Một số sản phẩm chủ lực của Công ty bao gồm phân lân (DAP, MAP), axit photphoric kỹ thuật và các hợp chất photphat ứng dụng trong công nghiệp pin.

Yunnan Yuntianhua Co., Ltd. (SSE: 600096)

Yunnan Yuntianhua là một tập đoàn Trung Quốc trong lĩnh vực sản xuất phân bón và hóa chất công nghiệp, hiện đang sở hữu hệ thống nhà máy sản xuất quy mô lớn tại nhiều tỉnh thành của Trung Quốc với tổng công suất hàng triệu tấn sản phẩm mỗi năm. Một số sản phẩm chủ lực của Tập đoàn bao gồm phân bón DAP, MAP, urea và các sản phẩm hóa chất công nghiệp như axit photphoric, polyphotphat amoni…

Hubei Yihua Co., Ltd. (SZSE: 000422)

Hubei Yihua được thành lập năm 1996. Hiện nay, Yihua Chemical đang vận hành hệ thống sản xuất quy mô lớn tại tỉnh Hồ Bắc, chuyên sản xuất các sản phẩm chủ lực bao gồm phân bón urea, DAP, NPK và các hóa chất công nghiệp như PVC, soda công nghiệp…

Công ty Cổ phần Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao (HNX: LAS)

Công ty Cổ phần Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao có tiền thân là nhà máy Supe Phốt phát Lâm Thao được thành lập ngày 24/06/1962. Công ty hoạt động chính trong các lĩnh vực sản xuất và kinh doanh phân bón, hóa chất, điện, nước, xi măng, xăng dầu mỡ; Thiết kế xây dựng các công trình; Thiết kế, chế tạo, lắp đặt các thiết bị, dây chuyền sản xuất hóa chất; Kinh doanh khách sạn, nhà hàng…

Công ty Cổ phần Phân Bón Miền Nam (HOSE: SFG)

Công ty cổ phần phân bón Miền Nam tiền thân là một doanh nghiệp Nhà nước thuộc Bộ Công Thương-Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam được thành lập ngày 19/4/1976. Ngày 01/10/2010, Công ty cổ phần Phân Bón Miền Nam đã chính thức chuyển đổi hình thức quản lý sản xuất kinh doanh sau 34 năm thành lập sang hoạt động mô hình cổ phần. Lĩnh vực kinh doanh chủ yếu của Công ty là: Sản xuất phân bón và hợp chất ni tơ; Sản xuất xi măng, vôi và thạch cao; Sản xuất hóa chất cơ bản; Bán buôn máy móc, thiết bị và phụ tùng máy khác...

Công ty Cổ phần Phân lân Ninh Bình (HNX: NFC)

Công ty cổ phần Phân lân Ninh Bình được thành lập năm 1977, NFC là một trong bốn doanh nghiệp sản xuất phân lân lớn nhất Việt Nam và là đơn vị thành viên của Tập đoàn công nghiệp Hóa chất Việt Nam. Công ty có năng lực sản xuất phân lân nung chảy (FMP) đạt 300,000 tấn/năm và phân đa dinh dưỡng NPK các loại là 200,000 tấn/năm, với chất lượng phù hợp tiêu chuẩn quốc gia và quy định quốc tế. Thị trường tiêu thụ sản phẩm của công ty được giữ vững và mở rộng hàng năm. Cụ thể, sản phẩm của công ty đã có mặt khắp 50 tỉnh thành toàn quốc và được xuất khẩu ra thị trường nước ngoài như Nhật Bản, Hàn Quốc, Lào, Campuchia.

Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (HOSE: DCM)

Công ty cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (HOSE: DCM) tiền thân là Công ty TNHH MTV Phân bón Dầu khí Cà Mau, trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam được thành lập năm 2011 để quản lý và vận hành Nhà máy Đạm Cà Mau). Ngành nghề kinh doanh chính là sản xuất, kinh doanh và xuất nhập khẩu phân bón, hóa chất dầu khí, chủ yếu phục vụ trong lĩnh vực nông nghiệp. Hiện nay, sản phẩm chủ lực của

Công ty là đạm urea hạt đục, phân phối chính tại các khu vực bao gồm Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên, Campuchia.

Công ty Cổ phần DAP-VINACHEM (UPCOM: DDV)

Năm 2008, Công ty Cổ phần DAP-VINACHEM, tiền thân là Công ty TNHH MTV DAP-VINACHEM), được thành lập. Lĩnh vực kinh doanh chính của công ty bao gồm sản xuất phân bón, hợp chất nitơ và hóa chất cơ bản. DDV cũng là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam sản xuất phân bón DAP.

Công ty Cổ phần Phân lân Nung chảy Văn Điển (HOSE: VAF)

Công ty cổ phần Phân lân nung chảy Văn Điển có hoạt động kinh doanh chính là sản xuất và kinh doanh phân bón, trong đó sản phẩm nổi bật là phân lân nung chảy và các loại phân NPK, chủ yếu phục vụ thị trường nội địa.

Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP (HOSE: DPM)

Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam. Thành lập từ năm 2003, ngành nghề kinh doanh chính của DPM là sản xuất, kinh doanh phân bón và hóa chất. Hiện nay sản phẩm chủ lực của Tổng công ty là phân đạm (urê) hạt trong, phân NPK, Kali, SA và DAP Ngoài ra công ty còn sản xuất khí Amoniac lỏng, hóa chất UFC85/Formaldehyde, H2O2, hóa chất sử dụng trong hoạt động khai thác dầu khí… Hoạt động sản xuất chính của DPM tiến hành tại Nhà máy đạm Phú Mỹ, đơn vị trực thuộc Tổng công ty, đặt tại Khu Công nghiệp Phú Mỹ 1 (Bà Rịa – Vũng Tàu).

Công ty Cổ phần Hóa chất Cơ bản Miền Nam (HOSE: CSV)

Công ty cổ phần Hóa chất Cơ bản Miền Nam (CSV tiền thân là Công ty Hóa chất Cơ bản miền Nam) được thành lập năm 1976 bởi Tổng Cục Hóa Chất. Hoạt động kinh doanh chính của CSV là sản xuất hóa chất trong lĩnh lực công nghiệp phục vụ nhu cầu của các ngành công nghiệp như thực phẩm, dược phẩm, xử lý nước sinh hoạt, xử lý nước thải, sản xuất giấy, dầu khí. Hiện nay, CSV là một trong những doanh nghiệp sản xuất hóa chất cơ bản hàng đầu tại Việt Nam. Công ty là thành viên của Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam nên nhận được sự hỗ trợ tích cực từ phía Tập đoàn. CSV cũng có một lượng khách hàng truyền thống là đối tác chiến lược, luôn đảm bảo đơn hàng cho hoạt động sản xuất.

Bảng 11: So sánh các chỉ tiêu tài chính của DGC và các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Tỷ trọng	**15%**	**15%**	**15%**	**15%**	**20%**	**20%**	
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP %							
DGC	20%	24%	33%	47%	35%	35%	33%
Trung bình	18%	19%	25%	31%	19%	21%	22%
Trung vị	16%	20%	27%	34%	16%	18%	21%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG %							
DGC	11%	15%	26%	42%	33%	32%	27%
Trung bình	7%	8%	16%	23%	12%	12%	13%
Trung vị	6%	9%	16%	23%	8%	10%	12%
NỢ VAY/VCSH							
DGC	21%	28%	13%	4%	11%	6%	13%
Trung bình	26%	21%	11%	11%	9%	14%	15%
Trung vị	26%	13%	9%	7%	8%	11%	12%
ROE %							
DGC	18%	25%	48%	67%	28%	24%	34%
Trung bình	11%	12%	26%	39%	10%	13%	18%
Trung vị	8%	10%	23%	37%	7%	12%	16%
ROA %							
DGC	12%	17%	33%	51%	21%	19%	25%
Trung bình	8%	8%	19%	29%	8%	10%	13%
Trung vị	5%	7%	17%	28%	5%	9%	11%
P/E							
DGC	12,7x	22,4x	4,3x	6,2x	13,4x	12,7x	12,1x
Trung bình	53,3x	36,4x	5,6x	4,8x	20,2x	17,7x	22,6x
Trung vị	18,2x	25,5x	4,9x	5,1x	14,7x	12,7x	13,5x
P/B							
DGC	2,1x	4,9x	1,6x	3,3x	3,5x	2,7x	3,0x
Trung bình	1,6x	3,6x	1,5x	2,2x	2,5x	2,1x	2,3x
Trung vị	1,6x	3,7x	1,6x	2,4x	2,7x	2,3x	2,4x

Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

tỷ đồng

KQ HĐKD	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	**9.748**	**9.865**	**11.018**	**12.681**
Giá vốn	6.311	6.415	7.245	8.514
Lãi gộp	3.437	3.449	3.773	4.168
Chi phí bán hàng & QLDN	581	618	690	794
Thu nhập từ HĐTC	739	649	593	622
Chi phí tài chính	32	22	34	41
Lợi nhuận khác	-1	-12	-14	-16
Lợi nhuận trước thuế	**3.495**	**3.400**	**3.575**	**3.878**
Thuế TNDN	243	293	308	271
Lợi ích cổ đông thiểu số	142	121	103	88
Lợi nhuận sau thuế	**3.110**	**2.987**	**3.165**	**3.518**
EBIT	2.789	2.784	3.030	3.313
EBITDA	3.141	3.161	3.476	3.871

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-32,5%	1,2%	11,7%	15,1%
Lợi nhuận HĐKD	-48,9%	0,6%	10,0%	11,4%
EBIT	-52,4%	-0,2%	8,8%	9,3%
Lợi nhuận sau thuế	-44,1%	-4,0%	6,0%	11,2%
Tổng tài sản	16,4%	1,4%	15,2%	14,9%
Vốn chủ sở hữu	11,1%	13,8%	15,6%	14,8%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	35,3%	35,0%	34,2%	32,9%
EBITDA/ Doanh thu	32,2%	32,0%	31,5%	30,5%
EBIT/ Doanh thu	28,6%	28,2%	27,5%	26,1%
LNST/ Doanh thu	31,9%	30,3%	28,7%	27,7%
ROA	19,9%	18,9%	17,4%	16,8%
ROE	25,8%	21,8%	20,0%	19,4%
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày kh. phải thu	23,1	22,5	22,5	22,5
Số ngày HTK	53,6	52,3	52,3	52,3
Số ngày kh. phải trả	14,9	14,3	14,3	14,3
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	3,6	6,2	6,0	6,0
hanh	3,3	5,7	5,5	5,5
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	0,3	0,2	0,2	0,2
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,1	0,1	0,1	0,1
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0

tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tiền	1.061	116	1.141	2.967
Đầu tư tài chính ngắn hạn	9.342	10.570	10.570	10.570
Các khoản phải thu	718	500	680	783
Tồn kho	855	985	1.039	1.221
Tài sản cố định hữu hình	2.105	2.152	2.045	3.852
Tài sản cố định vô hình	356	374	431	431
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	356	374	431	431
TỔNG TÀI SẢN	**15.601**	**15.821**	**18.225**	**20.941**
Tiền hàng phải trả & ứng trước	190	313	284	334
Vay và nợ ngắn hạn	1.328	865	1.059	1.232
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả ngắn hạn khác	70	67	67	67
Quỹ khen thưởng. phúc lợi	375	462	517	595
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	**3.563**	**2.120**	**2.388**	**2.758**
Vốn đầu tư của CSH	3.798	3.798	3.798	3.798
Cổ phiếu quỹ	0	1	2	3
Lợi nhuận giữ lại	5.999	7.205	9.342	11.687
Quỹ khác	1.268	1.281	1.281	1.281
Quỹ đầu tư phát triển	973	1.417	1.417	1.417
TỔNG VỐN	**12.037**	**13.701**	**15.837**	**18.183**
Lợi ích cổ đông thiểu số	330	343	446	534

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
EPS (đồng/cp)	8.190	7.864	8.333	9.264
P/E (x)	13,4	12,7	13,5	11,7
BV (đồng/cp)	31.696	36.076	41.702	47.877
P/B (x)	3,5	2,7	2,5	2,3
DPS (đồng/cp)	4.671	6.437	2.707	3.089
Tỷ suất cổ tức (%)	2,8	3,2	2,5	2,5

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	112.492	50%	56.246
P/B	104.254	50%	52.127
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**108.400**

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT.**

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**