

Hóa chất Đức Giang (DGC)

Kiên nhẫn chờ thời

12/09/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên

nguyennnd1@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

DGC hoàn thành 58% kế hoạch LNST năm sau 6 tháng đầu năm

Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ của DGC trong 2Q2025 đạt lần lượt 5,705/1,652 tỷ VND (tăng 17%/8% YoY). Sản lượng tiêu thụ P4 trong 2Q2025 tăng 40% YoY, giá bán trung bình tăng 5% YoY. Bên cạnh đó, doanh thu mảng phân bón tăng 46% so với cùng kỳ nhờ giá phân bón cải thiện mạnh trong nước lẫn ngoài nước, đặc biệt tại thị trường Ấn Độ

Nâng thuế xuất khẩu P4 lên 10%/15% từ 2025/2026 trở đi khiến triển vọng tiêu thụ của DGC chịu ảnh hưởng trong ngắn hạn

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng DGC sẽ gặp áp lực san sẻ chi phí với khách hàng (đặc biệt là nhóm khách hàng nông nghiệp) để bù đắp một phần chi phí tăng thêm từ thuế. Tuy nhiên, thuế xuất khẩu P4 tới Nhật Bản và EU sẽ được giảm về 0% nhờ các CPTPP/FTA đã ký sẽ là động lực duy trì triển vọng tiêu thụ của DGC trong dài hạn. KBSV duy trì dự phóng sản lượng tiêu thụ P4 của DGC tăng 18%/6% trong 2025/2026.

Kỳ vọng được cấp phép khai thác tại Khai trường 25 trong 4Q2025

Giá P4 có dấu hiệu hồi phục trong 2Q2025, tuy nhiên, biên lãi gộp giảm nhẹ QoQ do chịu áp lực từ chi phí điện gia tăng từ tháng 05/2025. KBSV kỳ vọng DGC nhận được giấy phép khai thác tại Khai trường 25 trong 4Q2025 và dự phóng biên lãi gộp mảng hóa chất gốc photpho đạt 35.1%/35.5% trong 2025/2026.

Chờ đợi tiến độ pháp lý cải thiện tại các dự án trọng điểm

Ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ nhận được chủ trương đầu tư và có thể khởi công Đức Giang Residence trong 4Q2025. Đối với dự án Bauxite – Alumina Đắk Nông, DGC kỳ vọng nhận được giấy phép xây dựng nhà máy chế biến bauxite vào cuối 2025.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 125,900 VND/cổ phiếu

KBSV xác định giá trị hợp lý của DGC ở mức 125,900 VND/cổ phiếu, tương ứng với tỷ suất sinh lời so với giá đóng cửa ngày 12/09/2025 là 29%.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 125,900
Tăng/giảm (%)	29%
Giá hiện tại (12/09/2025)	VND 97,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 120,500
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	36.4/1.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	61.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	263.8/10.1
Sở hữu nước ngoài (%)	36.0%
Cổ đông lớn	
Đào Hữu Huyền và gia đình	33.4%

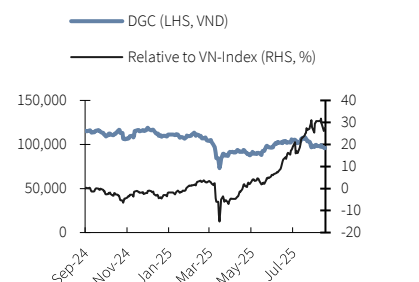
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-11.1	4.7	-13.5	-15.4
Tương đối	-14.4	-19.7	-36.6	-45.8

Dự phóng KQKD & định giá

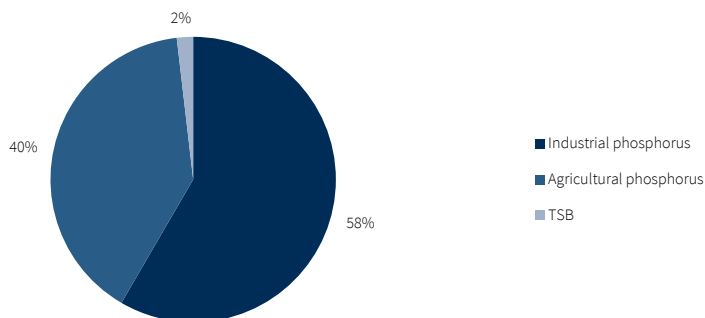
FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	14,444	9,748	9,865	11,514
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	6,382	3,487	3,414	3,886
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	5,565	3,100	2,989	3,335
EPS (VND)	13,774	7,673	7,398	8,254
Tăng trưởng EPS (%)	5.0	-44.3	-3.6	11.6
P/E (x)	4.3	12.3	15.8	11.8
P/B (x)	2.1	3.1	3.3	2.3
ROE (%)	60.9	25.5	21.8	20.9
Tỷ suất cổ tức (%)	4.9	5.4	3.1	2.1

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2024



Hoạt động kinh doanh

DGC hoạt động trong ngành sản xuất hóa chất với những sản phẩm chủ lực bao gồm photpho vàng, acid phosphoric (thực phẩm, điện tử, nông nghiệp), phân bón, bột giặt, chất tẩy rửa. DGC có lợi thế cạnh tranh lớn khi là một trong những đơn vị xuất khẩu photpho vàng chủ chốt tại khu vực Đông Nam Á, với các khách hàng lớn tại Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc. Trong tương lai, DGC dự kiến tham gia sản xuất, kinh doanh các sản phẩm Xút – Clo (Đức Giang – Nghi Sơn) và Alumina (Bauxite – Alumina Đắk Nông)

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Chú thích

Lĩnh vực bán dẫn được dự báo bắt đầu hồi phục từ 2026 trở đi giúp kích thích nhu cầu photpho vàng, sản lượng tiêu thụ P4 kỳ vọng tăng 18%/6% YoY trong 2025/2026

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Ước tính giá P4 tăng 6%/4% YoY trong 2025/2026, kỳ vọng Khai trường 25 được cấp phép khai thác giúp cải thiện biên lãi gộp từ 2026 trở đi

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Định giá phù hợp với hoạt động kinh doanh cốt lõi vững chắc, các dự án mới dần được hiện thực hóa trong 2026 - 2029

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

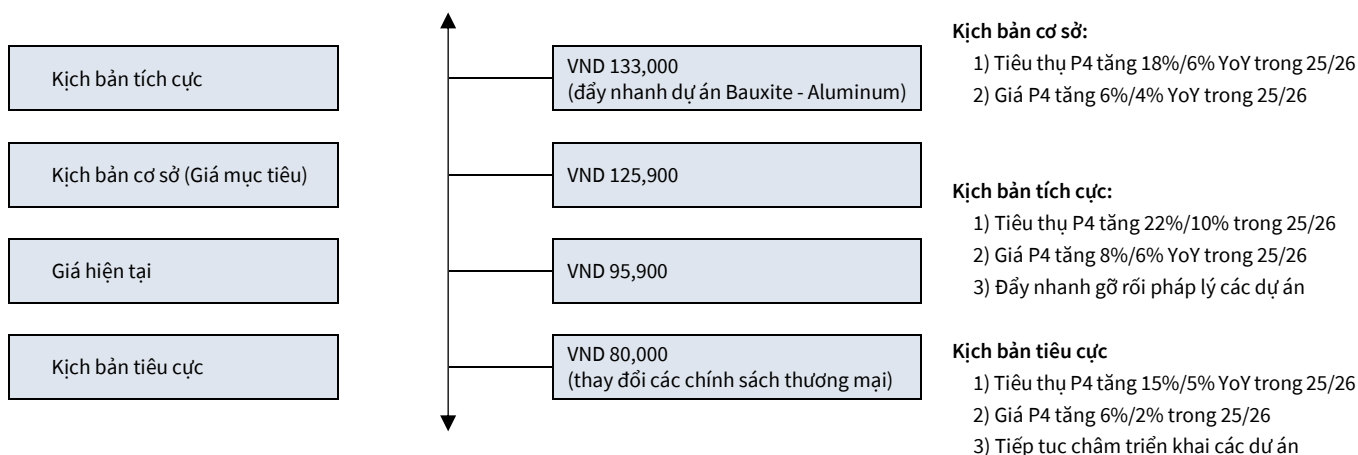
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	11,514	13,418	1%	1%	11,249	13,427	2%	0%
EBIT	3,287	3,730	3%	1%	3,258	3,966	0%	-8%
LNST công ty mẹ	3,337	3,906	1%	-1%	3,328	3,913	-1%	-2%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Hoạt động Kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật Kết quả Kinh doanh

(tỷ VND)	2Q2024	2Q2025	+/-%YoY	1H2024	1H2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,505	2,894	16%	4,889	5,705	17%	
Hóa chất photpho công nghiệp	1,291	1,606	24%	2,759	3,267	18%	Sản lượng và giá P4 tăng lần lượt 40%/5% YoY trong 2Q2025
Photphat nông nghiệp, khác	1,168	1,153	-1%	2,033	2,206	9%	Doanh thu mảng phân bón tăng 46% YoY trong 2Q2025
TSB	46	58	24%	97	100	3%	
Ethanol Đại Việt	0	77		0	131		Ước tính công suất 36% trong 2Q2025
Lợi nhuận gộp	983	981	0%	1,750	1,961	12%	
Biên lợi nhuận gộp	39.3%	33.9%	-538bps	35.8%	34.4%	-141bps	Biên lãi gộp do (1) trữ lượng quặng chất lượng cao tại Khai trường 19B đã hết, DGC hiện tại phải dùng quặng chất lượng kém hơn giai đoạn trước và nhập khẩu quặng từ Ai Cập để sản xuất và (2) chi phí điện tăng từ tháng 05/2025
Thu nhập tài chính	165	186	12%	330	350	6%	
Chi phí tài chính	-16	-45	180%	-34	-60	76%	Lỗ tỷ giá 13 tỷ VND trong 2Q2025
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0		0	0		
SG&A	-157	-129	-18%	-303	-281	-7%	Chi phí vận chuyển 1H2025 giảm 15% YoY
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	975	992	2%	1,743	1,970	13%	
Thu nhập khác	-9	-6	-33%	-8	-6	-23%	
Lợi nhuận trước thuế	966	986	2%	1,735	1,964	13%	
Lợi nhuận sau thuế	880	891	1%	1,584	1,728	9%	
LNST công ty mẹ	861	842	-2%	1,533	1,652	8%	
Biên LNST	34.4%	29.1%	-527bps	31.4%	29.0%	-241bps	

Nguồn: DGC, KBSV

Bảng 2. Thống kê sản lượng tiêu thụ các sản phẩm chính

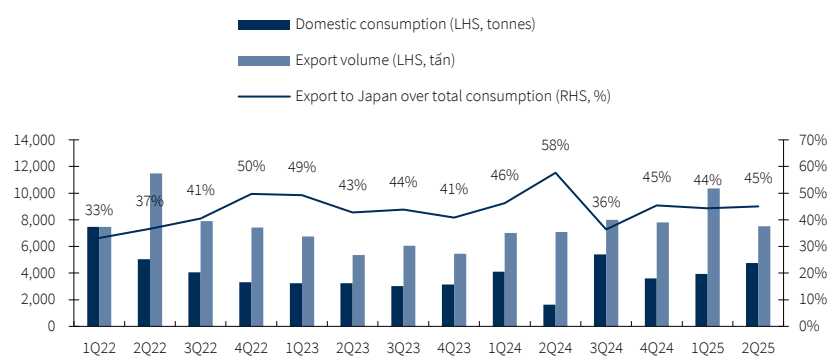
(tấn/bình/lít)	Đơn vị	2Q2024	1Q2025	2Q2025	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Photpho vàng	Tấn	8,732	14,301	12,263	40%	-14%	
H3PO4	Tấn	41,228	8,817	12,385	-70%	40%	
TPA	Tấn	16,609	8,817	12,385	-25%	40%	
WPA	Tấn	24,619	0	0			
Phân bón	Tấn	73,863	81,717	71,527	-3%	-12%	
NPK	Tấn	1,194	2,046	5,693	377%	178%	
DAP	Tấn	22,338	22,162	22,359	0%	1%	
MAP	Tấn	8,157	13,092	12,877	58%	-2%	
Phân lân	Tấn	42,174	44,417	30,598	-27%	-31%	
Phụ gia TACN	Tấn	24,191	18,918	18,144	-25%	-4%	
DCP	Tấn	22,720	18,208	16,920	-26%	-7%	
MCP	Tấn	1,471	710	1,224	-17%	72%	
Ắc quy	Kwh	0	106,321	134,391		26%	
Ethanol 96%	Lít	0	2,992,395	4,524,141		51%	

Nguồn: KBSV

Tăng thuế xuất khẩu photpho vàng từ 2026, DGC ít chịu ảnh hưởng trong trung hạn

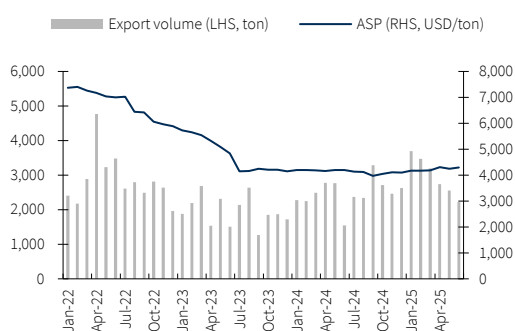
Photpho vàng xuất khẩu sẽ chịu mức thuế mới lần lượt là 10%/15% từ 2026/2027 trở đi, thay vì mức 5% như hiện tại. Ban lãnh đạo DGC cho biết công ty sẽ chịu ảnh hưởng trong ngắn hạn khi phải đàm phán lại giá bán với khách hàng. Tuy nhiên, giá P4 của DGC vẫn sẽ duy trì được sức cạnh tranh trong trung hạn nhờ (1) mức thuế thấp hơn so với thuế xuất khẩu hiện tại của Trung Quốc (20%) và (2) mức thuế suất áp dụng cho Nhật Bản và EU sẽ được giảm về 0% lần lượt trong 2026/2027 nhờ các CPTPP/FTA đã ký. KBSV duy trì ước tính sản lượng tiêu thụ P4 và H3PO4 của DGC, trong đó, tiêu thụ P4 ước tính đạt 52,700/55,900 tấn (tăng 18%/6% YoY trong 2025/2026). Đối với H3PO4, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ đạt 61,400/70,000 tấn (tăng 4%/14% YoY trong 2025/2026).

Biểu đồ 3. Sản lượng xuất khẩu P4 và tỷ trọng xuất khẩu tới Nhật Bản



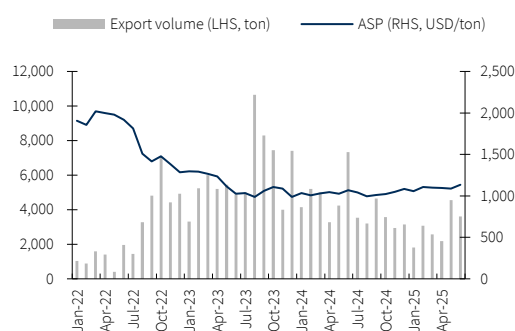
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan sản lượng xuất khẩu photpho vàng và giá bán trung bình của DGC



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 5. Tương quan sản lượng xuất khẩu H3PO4 cấp thực phẩm, điện tử (85%) và giá bán trung bình của DGC



Nguồn: KBSV

Giá điện tăng khiến chi phí sản xuất chịu áp lực trong ngắn hạn, kỳ vọng DGC được cấp phép khai thác tại Khai trường 25 trong 4Q2025

Trong 2Q2025, giá bán P4 trung bình của DGC đạt 103 triệu VND/tấn (tăng 2%/5% QoQ/YoY). Tuy nhiên, biên lãi gộp giảm lần lượt 99 bps QoQ cũng phản ánh chi phí sản xuất gia tăng do điều chỉnh tăng giá điện (giá bán lẻ tăng 4.8% từ đầu tháng 05/2025). Điều này sẽ tác động tiêu cực lên DGC trong ngắn hạn khi chi phí điện ước tính chiếm 30% chi phí sản xuất P4.

Trong trung hạn, chúng tôi cho rằng biên lãi gộp sẽ được cải thiện nhờ bổ sung nguồn quặng apatite từ Khai trường 25 (DGC kỳ vọng sẽ nhận được giấy phép khai thác tại trong 4Q2025). Hiện tại, tỷ lệ tiêu thụ quặng apatite nội địa/nhập khẩu ở mức 70/30, nguồn nhập khẩu chính tới từ thị trường Ai Cập. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, giá apatite nhập khẩu tương đối cạnh tranh so với giá nội địa, tuy nhiên, chất lượng thấp hơn khiến DGC tập trung sử dụng sản xuất các sản phẩm phân bón thay vì P4 hay H3PO4 điện tử (do yêu cầu mức độ tinh khiết cao). Trong dài hạn, DGC có kế hoạch tham gia đấu thầu giấy phép khai thác tại các Khai trường 20, 22, 23 tại Lào Cai.

KBSV kỳ vọng giá P4 tiếp tục ổn định trong 2H2025, điều chỉnh giá bán trung bình lên 102/105 triệu VND/tấn (tăng 7%/3% trong 2025/2026). Biên lãi gộp các sản phẩm gốc photpho ước tính đạt 35.1%/35.5% trong 2025/2026, kỳ vọng xu hướng dần cải thiện rõ rệt hơn từ 2H2026 trở đi nhờ bổ sung nguồn quặng apatite từ Khai trường 25.

Ethanol Đại Việt hưởng lợi từ chính sách chuyển đổi, sử dụng xăng E10 trên phạm vi toàn quốc

DGC hiện đang mở rộng đầu tư, nâng cấp dây chuyền sản xuất Ethanol từ 96% lên 99%, dự kiến sẽ hoàn thành trong 3Q2025 và bắt đầu vận hành từ 4Q2025. Năng lực sản xuất của Ethanol Đại Việt hiện tại đạt 50,000 tấn/năm, chúng tôi ước tính công suất 1H2025 đạt 30%. Ban lãnh đạo kỳ vọng doanh thu của Ethanol Đại Việt đạt 1,500 tỷ VND/năm khi nhà máy hoạt động 100% công suất từ 2026 trở đi nhờ chính sách chuyển đổi, sử dụng xăng E10 trên toàn quốc.

Kỳ vọng DGC bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Đức Giang Residence từ 2027 – 2029

DGC kỳ vọng sẽ nhận được chủ trương đầu tư Đức Giang Residence trong 4Q2025 và có thể bắt đầu khởi công dự án vào cuối năm. Ban lãnh đạo kỳ vọng dự án sẽ đóng góp 5,000/1,000 tỷ VND doanh thu/LNST cho DGC trong giai đoạn 2027 – 2029.

Bảng 6. Ước tính tiến độ triển khai của Đức Giang Residence

	2025	2026	2027	2028	2029
Giấy phép đầu tư	■				
Quy hoạch 1/500	■				
Bàn giao và thanh toán tiền sử dụng đất	■				
Giấy phép phòng cháy chữa cháy		■			
Giấy phép xây dựng		■			
Khởi công xây dựng		■	■		
Giấy phép bán hàng			■	■	
Mở bán			■	■	■
Bàn giao			■	■	■

Nguồn: KBSV

Bảng 7. Tổng hợp thông tin, cập nhật và đánh giá về các dự án của DGC

	Đức Giang - Nghi Sơn	Đức Giang Residence	Bauxite - Alumina Đắk Nông
Cập nhật và đánh giá	- Tính tới cuối 2Q2025, giải ngân vốn đầu tư đạt 724 tỷ VND - Dự kiến bắt đầu vận hành từ 1Q2026	- Kỳ vọng nhận được chủ trương đầu tư trong 4Q2025 - Kỳ vọng khởi công xây dựng vào cuối 2025 - Theo đánh giá của KBSV, Ban lãnh đạo DGC đang đặt kế hoạch kinh doanh khá thận trọng tại Đức Giang Residence dù giá bán dự kiến ở mức phù hợp so với các dự án trong khu vực và khả năng hấp thụ của dự án được đánh giá ở mức cao	- Ban lãnh đạo DGC kỳ vọng được UBND Lâm Đồng cấp phép xây dựng nhà máy chế biến bauxite trong 3Q2025 - Dự án sản xuất Alumina (Al₂O₃) là động lực tăng trưởng chính của DGC trong dài hạn, giúp đa dạng và giảm phụ thuộc vào mảng sản xuất P4. Tuy nhiên, hiện tại, việc duy trì lượng tiền mặt lớn (chiếm 67% tổng tài sản tại 2Q2025) để đầu tư cho dự án khiến ROE của DGC khó có thể cải thiện trong ngắn hạn
Vốn đầu tư	- TMĐT: 2,400 tỷ VND - Nguồn vốn ưu tiên từ LNST chưa phân phối	- TMĐT: 4,500 tỷ VND - Nguồn vốn ưu tiên từ LNST chưa phân phối	- TMĐT: 57,000 tỷ VND - Đã có hợp đồng tín dụng 14,500 tỷ VND với VCB - DGC cân nhắc phát hành thêm trong trường hợp cần huy động vốn để đầu tư vào dự án trong tương lai
Quy mô	- NaOH 98%: 50,000 tấn/năm - HCl 31%: 15,000 tấn/năm - PAC 30%: 30,000 tấn/năm - Javen 10%: 10,000 tấn/năm - Ca(OCl)₂ 60%: 20,000 tấn/năm - Chloramin B 25%: 1,000 tấn/năm - H₃PO₃: 10,000 tấn/năm - Cl₂ lỏng: 5,000 tấn/năm - CaCl₂: 10,000 tấn/năm	- Diện tích đất: 54ha - Trường học: 11 ha - Biệt thự liền kề: 9.5 ha (60 căn) - Tòa chung cư 23 tầng: 17 ha (1,000 căn)	- Al₂O₃: 1.2 triệu tấn/năm
Kế hoạch thực hiện	- Dự án đã được khởi công từ tháng 02/2025, kỳ vọng đi vào hoạt động từ 1Q2026	- Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 - Được cấp phép, thí điểm chuyển đổi sang đất nhà ở - Kỳ vọng nhận được chủ trương đầu tư trong 4Q2025 - Kỳ vọng khởi công xây dựng trong 2026	- Về giấy phép đầu tư nhà máy chế biến bauxite - alumina, kỳ vọng được UBND Lâm Đồng cấp phép đầu tư trong 3Q2025 - Về giấy phép khai thác mỏ bauxite, cần đợi Chính phủ quyết định
KQKD dự kiến	- Doanh thu 2,000 - 2,500 tỷ VND/năm khi vận hành 100% công suất. - Biên lợi nhuận gộp mảng Xút (NaOH) ước tính đạt 20%, lợi nhuận ròng của nhà máy ước tính đạt 10%	- Ban lãnh đạo chia sẻ giá mở bán dự kiến với chung cư và liền kề thấp tầng lần lượt là 80/250 triệu VND/m² - Doanh thu và LNST ước tính đạt 5,000/1,000 tỷ VND	- Khi đi vào vận hành với 100% công suất, Ban lãnh đạo ước tính doanh thu và LNST của dự án đạt 12,000/5,000 tỷ VND/năm
Triển vọng tăng trưởng	- Ban lãnh đạo cho biết DGC đã ký hợp đồng bao tiêu 50% sản lượng của giai đoạn 1, trong đó, 30% tới từ PVChem - Hiện tại, nguồn cung trong nước mới đáp ứng được 40% nhu cầu tiêu thụ nội địa (ước tính đạt 350,000 tấn/năm với CAGR 4%/năm từ 2025 - 2030). Nhu cầu tiêu thụ NaOH trong nước được dự báo sẽ tăng mạnh trong bối cảnh các nhà máy cũ tại Trung Quốc dần dừng sản xuất, tạo điều kiện giảm phụ thuộc vào kênh nhập khẩu và gia tăng sản xuất trong nước. CSTK hiện tại của Đức Giang - Nghi Sơn sẽ biến DGC thành nhà sản xuất NaOH lớn thứ 2 trong nước - Các sản phẩm gốc Clo (HCl 31%, Cl₂) được dự báo sẽ khó tiêu thụ do nhu cầu thấp, DGC sẽ (1) chủ động duy trì giá bán thấp để cạnh tranh với Vinachem, (2) tận dụng để sản xuất PCl₃, H₃PO₃ (các sản phẩm chống cháy chưa được sản xuất trong nước)	- DGC không có định hướng chuyển đổi hoạt động kinh doanh cốt lõi sang mảng Bất động sản, Đức Giang Residence là dự án đáng chú ý nhất hiện tại của doanh nghiệp	- Al₂O₃ là nguyên vật liệu đầu vào chính của Nhôm (Al), đây là sản phẩm mà Việt Nam đang phụ thuộc phần lớn từ việc nhập khẩu từ Trung Quốc. Hiện tại, nhu cầu tiêu thụ Al₂O₃ tương đối thấp do quy mô sản xuất Al trong nước còn hạn chế - Vinacomin (TKV) hiện tại là đơn vị sản xuất Al₂O₃ lớn nhất tại thị trường nội địa. Ban lãnh đạo chia sẻ rằng DGC có thể sản xuất Al₂O₃ với chi phí cạnh tranh với Vinacomin, tạo lợi thế cho DGC trên thị trường - DGC có thể đầu tư giai đoạn 2 của dự án, nâng công suất sản xuất Al₂O₃ thêm 1.2 triệu tấn/năm và Al vào danh mục sản phẩm với công suất 300,000 tấn/năm

Nguồn: DGC, KBSV

Dự phóng Kết quả Kinh doanh

Bảng 9. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2024	2025	+/-%YoY	2026	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	9,865	11,514	17%	13,418	17%	
Hóa chất photpho công nghiệp	5,760	6,917	20%	7,998	16%	Sản lượng tiêu thụ photpho vàng tăng 18%/6% YoY trong 2025 - 2026
Photphat nông nghiệp, khác	3,923	4,115	5%	3,819	-7%	Sản lượng tiêu thụ phân bón trong 2025 tăng 8% so với cùng kỳ. Sang 2026, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ phân bón toàn cầu sẽ dần ổn định trở lại.
TSB	182	200	10%	200	0%	
Ethanol Đại Việt	0	281		400	42%	
Đức Giang - Nghi Sơn	0	0		1,000		Giả định Đức Giang - Nghi Sơn chạy 50% công suất trong năm đầu tiên
Giá vốn hàng bán	-6,367	-7,598	19%	-8,882	17%	
Lãi gộp	3,499	3,917	12%	4,535	16%	
Biên lãi gộp	35.5%	34.0%	-145bps	33.8%	-21bps	Kỳ vọng biên lãi gộp mảng hóa chất gốc photpho, nông nghiệp phosphate đạt 35.1%/35.5% trong 2025/2026, biên lãi gộp cấp tập đoàn suy giảm do bắt đầu ghi nhận doanh thu từ những dự án có biên lãi gộp thấp hơn
Lãi tiền gửi	540	579	7%	665	15%	
Chi phí lãi vay	-21	-26	25%	-31	18%	
Lãi/(lỗ) tỷ giá	62	51	-18%	67	32%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0		
Chi phí SG&A	-665	-630	-5%	-805	28%	SG&A tăng 26% YoY trong 2026 do doanh thu mảng hóa chất gốc photpho công nghiệp và nông nghiệp tăng 10% YoY, cùng với đó, DGC bắt đầu vận hành nhà máy Đức Giang - Nghi Sơn bắt đầu
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	3,414	3,886	14%	4,431	14%	
Thu nhập khác, ròng	-12	-6	-47%	0		
LNTT	3,403	3,880	14%	4,431	14%	
LNST	3,110	3,481	12%	4,054	16%	
LNST cổ đông công ty mẹ	2,989	3,335	12%	3,892	17%	
Biên LNCD công ty mẹ	30.3%	29.0%	-133bps	29.0%	4bps	

Nguồn: DGC, KBSV

Định giá

Khuyến nghị MUA với DGC, giá mục tiêu 125,900 VND/cổ phiếu

Giá cổ phiếu DGC tăng 5% trong 3 tháng trở lại đây, thấp hơn mức tăng 25% của VN-Index trong bối cảnh ROE không có sự cải thiện đáng kể. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng hoạt động kinh doanh cốt lõi của DGC trong mảng hóa chất gốc photpho là tương đối ổn định với chất lượng sản phẩm cao cấp, công nghệ vượt trội với vị thế đầu ngành trong khu vực. KBSV cho rằng định giá của DGC đang ở vùng hấp dẫn với PBR ở mức 2.5x (tương ứng với vùng trung bình 10 năm) với triển vọng LNST tăng 16% YoY trong 2026.

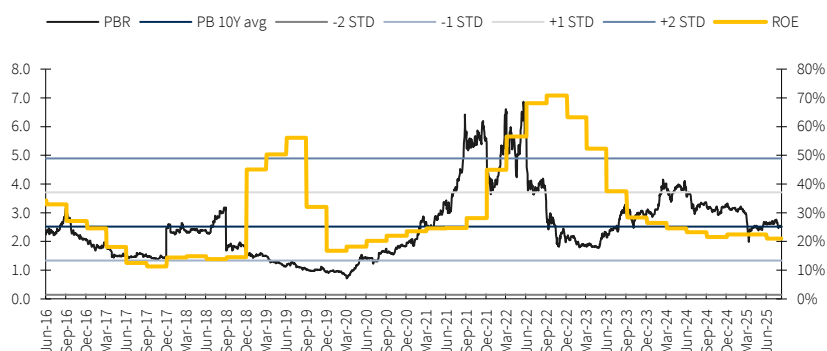
Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với DGC với giá mục tiêu 125,900 VND/cổ phiếu (tăng 3% so với báo cáo kỳ trước) với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng là 29% (so với giá đóng cửa ngày 12/09/2025)

Bảng 10. Tổng hợp định giá theo SOTP của DGC

SOTP	Giá trị
PER mục tiêu cho hoạt động kinh doanh cốt lõi	10.0
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi 2025 - 2026	3,578
Giá trị doanh nghiệp cho hoạt động kinh doanh cốt lõi	35,779
Tiền mặt	12,179
Tổng nợ vay	1,577
Giá trị vốn chủ sở hữu cho hoạt động kinh doanh cốt lõi	46,381
Bất động sản	1,083
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu	47,463
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	380
Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	124,900

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 13. Tương quan PBR và ROE của DGC trong 10 năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

DGC – Bảng tóm tắt KQKD và dự phóng, 2023A – 2026F

Báo cáo Kết quả HKQD (Tỷ VND) (Báo cáo chuẩn)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND) (Báo cáo chuẩn)				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần	9,748	9,865	11,514	13,418	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	15,601	15,820	18,606	22,702
Giá vốn hàng bán	-6,308	-6,367	-7,598	-8,882	TÀI SẢN NGẮN HẠN	12,467	12,700	14,808	19,240
Lãi gộp	3,440	3,499	3,917	4,535	Tiền và tương đương tiền	1,061	130	495	2,118
Thu nhập tài chính	627	540	575	665	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	9,342	10,556	11,988	11,988
Chi phí tài chính	46	62	51	67	Các khoản phải thu	1,130	980	1,093	1,135
Trong đó: Chi phí lãi vay	-32	-21	-26	-31	Hàng tồn kho, ròng	855	985	1,092	3,860
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	TÀI SẢN DÀI HẠN	3,134	3,120	3,799	3,462
Chi phí bán hàng	-436	-495	-468	-599	Phải thu dài hạn	31	32	34	34
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-159	-171	-161	-206	Tài sản cố định	2,457	2,495	3,212	2,876
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	3,487	3,414	3,886	4,431	Tài sản dở dang dài hạn	225	161	151	151
Thu nhập khác	3	6	-6	0	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	-4	-17	-6	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	-1	-12	-6	0	NỢ PHẢI TRẢ	3,563	2,119	2,344	3,379
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	3,493	2,052	2,279	2,422
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	3,485	3,403	3,880	4,431	Phải trả người bán	190	313	416	508
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-243	-293	-399	-377	Vay ngắn hạn	1,328	864	884	936
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,242	3,110	3,481	4,054	Phải trả ngắn hạn khác	1,913	803	927	927
Lợi ích của cổ đông thiểu số	142	121	146	162	Nợ dài hạn	70	67	65	957
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	3,100	2,989	3,335	3,892	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Vay dài hạn	0	0	0	891
					Phải trả dài hạn khác	70	67	65	65
Chỉ số hoạt động	2023	2024	2025F	2026F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	12,037	13,701	16,262	19,323
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35.3%	35.5%	34.0%	33.8%	Vốn góp	3,798	3,798	3,798	3,798
Tỷ suất EBITDA	39.0%	37.8%	37.1%	35.8%	Thặng dư vốn cổ phần	1,787	1,787	1,787	1,787
Tỷ suất EBIT	35.3%	34.0%	33.3%	32.5%	Quỹ khác	123	568	952	952
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	35.8%	34.5%	33.7%	33.0%	Lãi chưa phân phối	5,999	7,205	9,346	12,407
Tỷ suất lãi hoạt động KD	35.8%	34.6%	33.8%	33.0%	Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	33.3%	31.5%	30.2%	30.2%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	330	343	379	379
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số chính (x, VND)	2023	2024	2025F	2026F
Lãi trước thuế	3,485	3,400	3,880	4,431	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	358	378	440	444	P/E	12.3	15.8	11.8	10.1
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-627	-540	0	0	P/E pha loãng	12.3	15.8	11.8	10.1
Chi phí lãi vay	32	21	26	31	P/B	3.1	3.3	2.3	2.0
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	3,250	3,260	4,346	4,906	P/S	3.7	4.5	3.2	2.8
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-133	188	-114	-42	P/Tangible Book	17.0	20.6	12.9	14.6
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	198	-138	-107	-2,768	P/Cash Flow	12.9	15.1	9.1	24.0
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-182	15	83	91	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	11.3	14.0	10.0	8.8
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	74	-9	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	12.7	15.9	11.4	9.8
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-423	-376	-145	-641					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	2,784	2,939	4,063	1,546	Hiệu quả quản lý				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-251	-339	-1,148	-107	ROE%	25%	22%	21%	21%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	0	0	0	ROA%	21%	19%	19%	19%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-9,667	-9,689	-1,431	0	ROIC%	25%	21%	21%	20%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	7,857	8,534	0	0	Cấu trúc tài chính				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-764	0	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.1	0.2	0.9
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	3.3	5.7	6.0	6.3
Cố tức và tiền lãi nhận được	485	480	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.6	6.2	6.5	7.9
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-2,338	-1,014	-2,579	-107	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.0
Tiền thu được các khoản đi vay	3,447	3,690	20	944	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.0	0.0
Trần trả các khoản đi vay	-2,593	-4,158	0	0	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.1	0.1	0.1
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Cố tức đã trả	-1,774	-2,389	-1,139	-760	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.2	0.1	0.1	0.1
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-920	-2,857	-1,119	184	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-475	-931	365	1,623	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	9.5	9.4	11.1	12.0
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,535	1,061	130	495	Hệ số quay vòng HTK	6.8	6.9	7.3	7.6
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,061	130	495	2,118	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	24.7	30.2	20.8	19.2

Nguồn: KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.