

Hóa chất Đức Giang (DGC)

Khó khăn ngắn hạn là cơ hội đầu tư

08/12/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên

nguyennnd1@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

Hoàn thành 84% kế hoạch lợi nhuận năm 2025 sau 9 tháng

Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ của DGC trong 9M2025 đạt lần lượt 8,521/2,403 tỷ VND (tăng 14%/7% YoY). Trong 3Q2025, biên lãi gộp của DGC giảm 337bps so với cùng kỳ, nguyên nhân tới từ (1) chi phí điện gia tăng và (2) trữ lượng quặng apatite chất lượng cao hạn chế.

Triển vọng tiêu thụ P4 khởi sắc hơn trong 2026 nhờ nhu cầu gia tăng từ lĩnh vực bán dẫn

WSTS nâng dự phóng tăng trưởng lĩnh vực bán dẫn toàn cầu lên 26.3% trong 2026 (so với kỳ vọng 8.5% kỳ trước) nhờ nhu cầu và doanh số tiếp tục tăng mạnh trong 3Q2025. Nhóm các sản phẩm linh kiện bán dẫn riêng lẻ (sử dụng P4 nhiều nhất) được dự phóng tăng 8.7% YoY. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng tác động của thuế xuất khẩu 5% đối với P4 sẽ có tác động hạn chế với DGC trong trung hạn khi mức thuế suất áp dụng cho Nhật Bản và EU sẽ giảm về 0% lần lượt trong 2026 và 2027. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ P4 của DGC tăng lần lượt 18%/6%/6% YoY trong 2025/2026/2027.

Điều chỉnh giảm dự phóng biên lãi gộp của DGC

KBSV giảm dự phóng biên lãi gộp của DGC so với kỳ trước, đạt 32.8%/32.2%/33.9% trong 2025/2026/2027 do tác động tiêu cực của chi phí điện gia tăng và nguồn quặng apatite nội bộ thiếu hụt. Chúng tôi kỳ vọng Khai trường 25 sẽ được khai thác từ 2H2026.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 121,900 VND/cổ phiếu

KBSV xác định giá trị hợp lý của DGC ở mức 121,900 VND/cổ phiếu, tương ứng với tỷ suất sinh lời so với giá đóng cửa ngày 04/12/2025 là 29.7%

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 121,900
Tăng/giảm (%)	29.7%
Giá hiện tại (08/12/2025)	VND 94,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 117,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	36.8/1.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	61.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	203/7.7
Sở hữu nước ngoài (%)	10.6%
Cổ đông lớn	
Đào Hữu Huyền và gia đình	33.3%

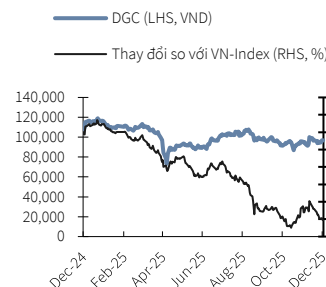
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3	-1	8	-10
Tương đối	-3	-4	-21	-50

Dự phóng KQKD & định giá

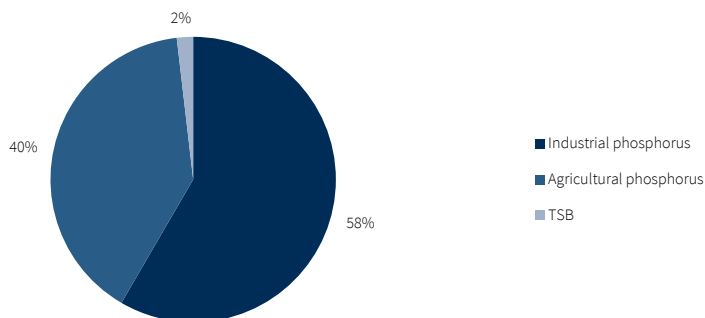
FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	9,748	9,865	11,459	13,223
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	3,487	3,414	4,377	4,973
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	3,100	2,989	3,193	3,671
EPS (VND)	7,673	7,398	7,904	9,087
Tăng trưởng EPS (%)	-44.3	-3.6	6.8	15.0
P/E (x)	12.3	15.8	12.3	10.7
P/B (x)	3.1	3.3	2.3	2.0
ROE (%)	25.5	21.8	20.1	19.6
Tỷ suất cổ tức (%)	5.4	3.1	2.1	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 6%/6% YoY trong 2026/2027

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Ước tính giá P4 tăng 3%/2% YoY trong 2026/2027, kỳ vọng Khai trường 25 được cấp phép khai thác giúp cải thiện biên lãi gộp từ 2H2026 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

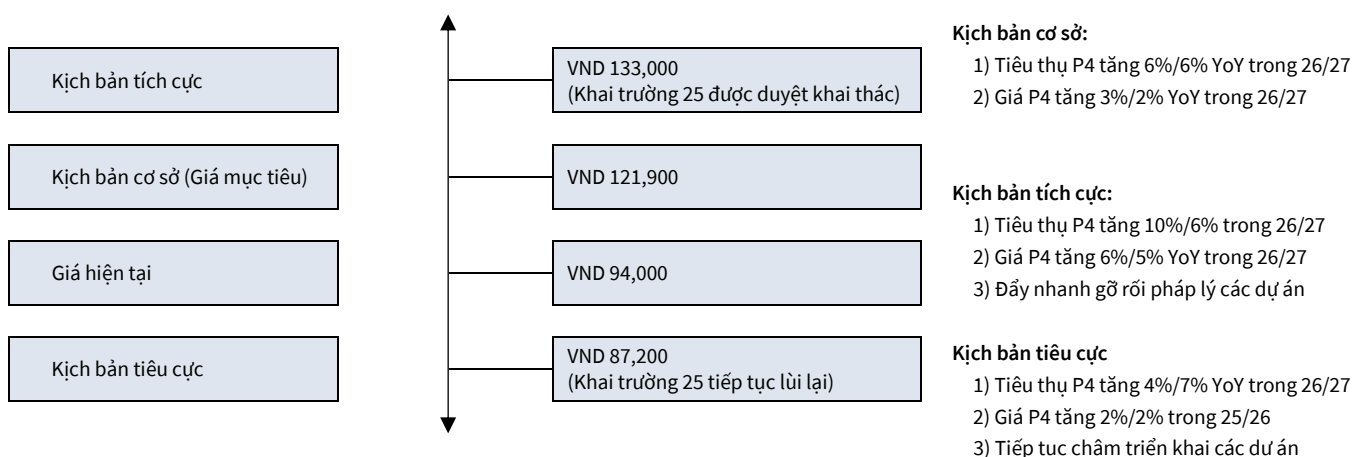
Dự phóng kết quả kinh doanh

(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	11,459	13,223	0%	-1%	11,363	13,409	1%	-1%
EBIT	3,154	3,462	-4%	-7%	3,181	3,640	-1%	-5%
LNST công ty mẹ	3,193	3,671	-4%	-6%	3,201	3,710	0%	-1%

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)	3Q2024	3Q2025	+/-%YoY	9M2024	9M2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,558	2,817	10%	7,447	8,521	14%	
Hóa chất photpho công nghiệp	1,581	1,724	9%	4,340	4,991	15%	Sản lượng tiêu thụ 9M2025 tăng 20% YoY với giá bán trung bình tăng 7% YoY nhờ (1) nhu cầu cải thiện và (2) VND mất giá Tiêu thụ NPK, DAP tăng mạnh so với cùng kỳ nhu cầu tăng mạnh từ thị trường Ấn Độ
Photphat nông nghiệp, khác	934	1,000	7%	2,967	3,206	8%	
TSB	43	44	4%	140	145	3%	
Ethanol Đại Việt	0	48		0	180		
Lợi nhuận gộp	881	876	-1%	2,631	2,837	8%	
Biên lợi nhuận gộp	34.5%	31.1%	-337bps	35.3%	33.3%	-204bps	Biên lãi gộp giảm trong 3Q2025 do (1) chi phí điện gia tăng từ đầu kỳ và (2) trữ lượng quặng apatite chất lượng cao còn hạn chế
Thu nhập tài chính	151	192	28%	481	542	13%	
Chi phí tài chính	-22	-19	-15%	-56	-79	40%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0		0	0		
SG&A	-208	-144	-31%	-511	-425	-17%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	802	904	13%	2,545	2,875	13%	
Thu nhập khác	-2	-3	89%	-10	-9	-3%	
Lợi nhuận trước thuế	800	901	13%	2,535	2,866	13%	
Lợi nhuận sau thuế	738	804	9%	2,322	2,532	9%	Hoàn thành 84% kế hoạch năm
LNST công ty mẹ	706	752	6%	2,239	2,403	7%	
Biên LNST	27.6%	26.7%	-91bps	30.1%	28.2%	-187bps	

Nguồn: DGC, KBSV

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

(tấn/bình/lít)	Đơn vị	3Q2024	2Q2025	3Q2025	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Photpho vàng	Tấn	13,394	12,263	13,255	-1%	8%	
H3PO4	Tấn	13,320	12,385	12,558	-6%	1%	
TPA	Tấn	13,320	12,385	12,558	-6%	1%	
WPA	Tấn	0	0	0			
Phân bón	Tấn	67,348	71,527	55,209	-18%	-23%	
NPK	Tấn	983	5,693	1,629	66%	-71%	
DAP	Tấn	21,761	22,359	9,333	-57%	-58%	
MAP	Tấn	13,424	12,877	20,713	54%	61%	
Phân lân	Tấn	31,180	30,598	23,534	-25%	-23%	
Phụ gia TACN	Tấn	20,632	18,144	17,148	-17%	-5%	
DCP	Tấn	19,692	16,920	16,751	-15%	-1%	
MCP	Tấn	940	1,224	397	-58%	-68%	
Ắc quy	Kwh	0	134,391	115,136		-14%	
Ethanol 96%	Lít	0	4,524,141	2,893,692		-36%	

Nguồn: KBSV

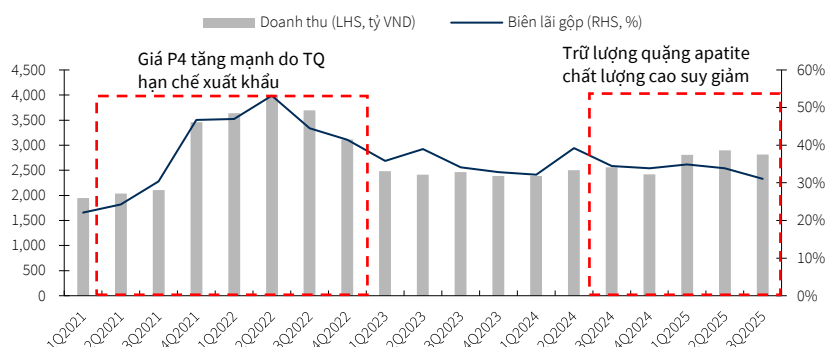
Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ 2026 được thúc đẩy nhờ nhu cầu tiêu thụ từ lĩnh vực bán dẫn được dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh

Trong báo cáo gần nhất, WSTS đã điều chỉnh tăng dự phóng tăng trưởng lĩnh vực bán dẫn toàn cầu lên 26.3% (so với 8.5% trong kỳ báo cáo trước đó) do doanh thu thị trường 3Q2025 tăng mạnh hơn dự báo, phản ánh nhu cầu đầu tư và tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng mạnh. Liên quan tới ảnh hưởng của thuế xuất khẩu P4, chúng tôi duy trì quan điểm rằng tác động tiêu cực sẽ tương đối hạn chế trong trung hạn nhờ (1) mức thuế xuất khẩu cạnh tranh hơn so với Trung Quốc và (2) thuế suất áp dụng cho Nhật Bản (khách hàng lớn của DGC) và EU được hạ về 0% trong 2026/2027 nhờ CPTPP/FTA đã ký. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, nhóm khách hàng thuộc lĩnh vực bán dẫn sẵn sàng chia sẻ một phần chi phí tăng thêm từ thuế với DGC nhưng đàm phán về giá có khó khăn hơn đối với nhóm khách hàng trong lĩnh vực nông nghiệp. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ P4 của DGC đạt 52,900/55,900/59,300 tấn trong 2025/2026/2027 (tăng 18%/6%/6% so với cùng kỳ).

Điều chỉnh hạ dự phóng biên lãi gộp do (1) tác động tiêu cực của giá điện và (2) lùi thời gian Khai trường 25 đi vào hoạt động

Với nhu cầu được dự phóng cải thiện mạnh trong 2026, chúng tôi kỳ vọng giá P4 sẽ tiếp tục xu hướng hồi phục trong thời gian tới. Tuy nhiên, biên lãi gộp mảng hóa chất photpho công nghiệp, photphat nông nghiệp sẽ chịu tác động tiêu cực trong ngắn hạn do (1) chi phí điện gia tăng từ 3Q2025 khiến lãi gộp 1H2026 suy giảm so với cùng kỳ và (2) khai trường 25 chưa được đi vào khai thác khiến nguồn quặng apatite chất lượng cao bị hạn chế, khiến chi phí sản xuất gia tăng. Theo quan sát của chúng tôi, sản lượng quặng apatite nhập khẩu từ Ai Cập của DGC đang có xu hướng tăng dần trong 9M2025, phản ánh trực tiếp tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận của công ty trong thời gian tới khi trữ lượng quặng chất lượng cao tiếp tục suy giảm. Trong trung và dài hạn, Ban lãnh đạo DGC chia sẻ rằng công ty có kế hoạch tham gia đấu thầu giấy phép khai thác quặng apatite tại các khai trường 20, 22, 23 tại Lào Cai nhằm đảm bảo nguồn nguyên liệu đầu vào ổn định, phục vụ sản xuất. KBSV điều chỉnh giảm dự phóng biên lãi gộp của DGC đạt mức 32.8%/32.0%/34.0% trong 2025/2026/2027, kỳ vọng Khai trường 25 sẽ được cấp phép trong 2H2025.

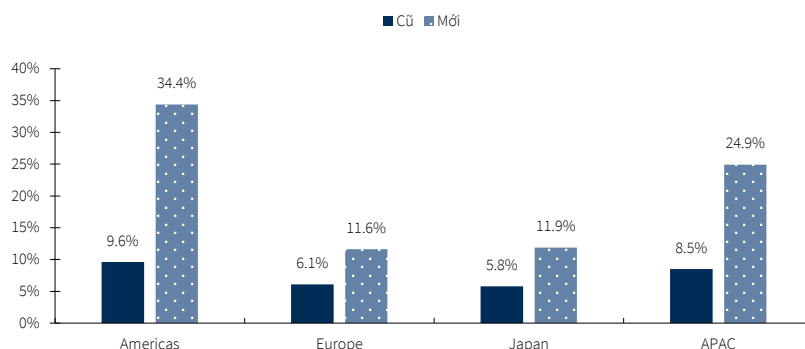
Biểu đồ 3. Tương quan doanh thu và biên lãi gộp của DGC



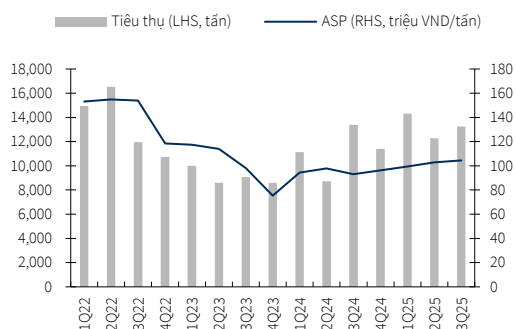
Nguồn: DGC, KBSV

Biểu đồ 4. WSTS nâng dự báo tăng trưởng thị trường bán dẫn trong 2026 so với kỳ đánh giá lần trước

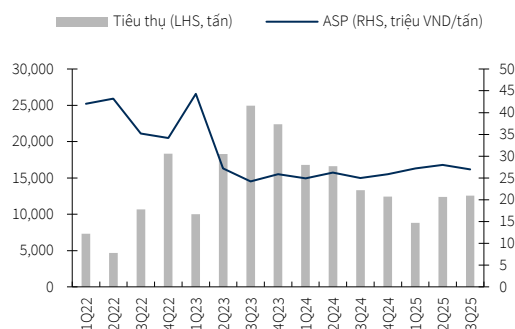
WSTS dự phóng tăng trưởng doanh thu bán dẫn khu vực Nhật Bản và APAC trong 2026 đạt lần lượt 11.9%/24.9% (tăng mạnh so với trước đó). Trong đó, doanh thu linh kiện bán dẫn đơn lẻ (nhóm sản phẩm sử dụng P4 nhiều nhất) được dự báo tăng 8.7%, báo hiệu nhu cầu tiêu thụ P4 gia tăng trong thời gian tới.



Nguồn: WSTS, KBSV

Biểu đồ 5. Tương quan sản lượng tiêu thụ và giá bán P4 trung bình

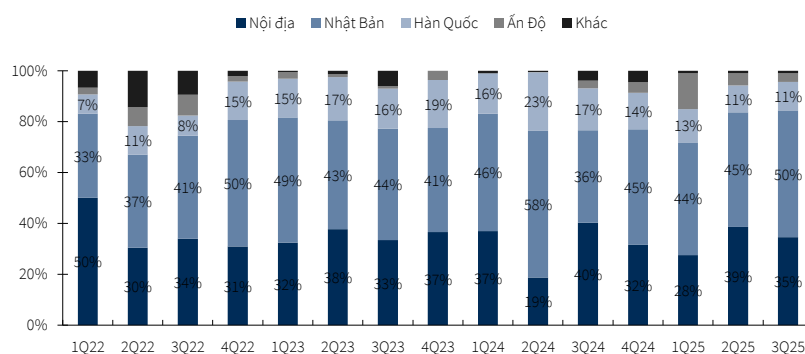
Nguồn: DGC, KBSV

Biểu đồ 6. Tương quan sản lượng tiêu thụ và giá bán H3PO4 cấp thực phẩm, điện tử (85%) trung bình

Nguồn: DGC, KBSV

Biểu đồ 7. Tỷ trọng tiêu thụ P4 theo thị trường

Lũy kế 9M2025, sản lượng P4 tiêu thụ tại thị trường nội địa và Nhật Bản chiếm xấp xỉ 80% tổng sản lượng tiêu thụ của DGC. Mức tăng trưởng đạt lần lượt 19%/23% YoY.



Nguồn: KBSV

Bảng 8. 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	- Tăng 500 tỷ VND đầu tư giai đoạn 2, nâng tổng vốn đầu tư lên 2,900 tỷ VND - Giai đoạn 1 dự kiến đi vào hoạt động từ 2Q2026 - Ban lãnh đạo kỳ vọng có thể xin giấy phép đầu tư trong giai đoạn từ 3Q2025 - 3Q2026, kỳ vọng có thể đi vào hoạt động từ 1Q2028	- Đã nhận được chủ trương đầu tư trong T11/2025 - Kỳ vọng khởi công xây dựng trong 2026 - 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: 2,900 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	* Giai đoạn 1: - NaOH 100%: 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 * Giai đoạn 2: - K₂SO₄: 25,000 tấn/năm - H₂O₂ 100%: 15,000 tấn/năm - Hóa chất tinh khiết 100%: 500 tấn/năm - Ắc quy bình: 2,000,000 kWh/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 2Q2026	- Đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 - Được cấp phép, thí điểm chuyển đổi sang đất nhà ở - Đã nhận được chủ trương đầu tư trong T11/2025 - Kỳ vọng khởi công xây dựng trong 2026	- Về giấy phép đầu tư nhà máy chế biến bauxite, 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 giai đoạn 1 ước tính đạt 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% tối 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 để giảm phụ thuộc vào kênh nhập khẩu và gia tăng sản xuất trong nước. Công suất thiết kế hiện tại của Đức Giang - Nghi Sơn sẽ biến DGC thành nhà sản xuất NaOH lớn thứ 2 tại	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 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

thị trường nội địa. NaOH cũng là sản phẩm cần thiết để sản xuất Al_2O_3 , giúp DGC tự chủ nguồn nguyên liệu đầu vào cho dự án Bauxite - Alumina Đắk Nông

- Các sản phẩm gốc Clo (HCl 31%, Cl_2) 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 PCl_3 , H_3PO_3 (các sản phẩm chống cháy mà chưa sản xuất được tại thị trường nội địa)

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	11,459	16%	13,223	15%	
Hóa chất photpho công nghiệp	5,760	6,849	19%	8,054	18%	Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ P4 tăng 6%/6% YoY trong 2026/2027
Photphat nông nghiệp, khác	3,923	4,161	6%	3,819	-8%	
TSB	182	195	7%	200	3%	
Ethanol Đại Việt	0	255		400	57%	
Đức Giang - Nghi Sơn	0	0		750		Đức Giang – Nghi Sơn bắt đầu đi vào vận hành từ 2Q2026, kỳ vọng công suất 2026 đạt 50%
Giá vốn hàng bán	-6,367	-7,704	21%	-8,968	16%	
Lãi gộp	3,499	3,755	7%	4,256	13%	Lãi gộp suy giảm do chi phí điện gia tăng. Kỳ vọng DGC được cấp phép khai thác từ 2H2026
Biên lãi gộp	35.5%	32.8%	-269bps	32.2%	-59bps	
Lãi tiền gửi	540	578	7%	657	14%	
Chi phí lãi vay	-21	-34	59%	-31	-8%	
Lãi/(lỗ) tỷ giá	62	59	-4%	66	12%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0		
Chi phí SG&A	-665	-602	-10%	-793	32%	Chi phí SG&A tăng do Đức Giang – Nghi Sơn bắt đầu đi vào vận hành
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	3,414	4,373	28%	4,948	13%	
Thu nhập khác, ròng	-12	-9	-20%	0		
LNTT	3,403	3,762	11%	4,155	10%	
LNST	3,110	3,352	8%	3,802	13%	
LNST cổ đông công ty mẹ	2,989	3,190	7%	3,649	14%	
Biên LNCD công ty mẹ	30.3%	27.8%	-246bps	27.6%	-24bps	

Nguồn: DGC, KBSV

Định giá

Khuyến nghị MUA với DGC, giá mục tiêu 121,900 VND/cổ phiếu

Giá cổ phiếu DGC tăng 5% trong 1M gần nhất, phản ánh thông tin tích cực liên quan tới việc dự án Đức Giang Residence được phê duyệt chủ trương đầu tư và kỳ vọng bắt đầu khởi công trong 2026. Đối với hoạt động kinh doanh cốt lõi của DGC, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn do chi phí điện tăng so với cùng kỳ trong 1H2026 và kỳ vọng giấy phép khai thác quặng apatite tại Khai trường 25 sẽ được phê duyệt trong 2H2025, bổ sung đầu vào và cải thiện biên lãi gộp mảng P4. 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 15% YoY trong 2026.

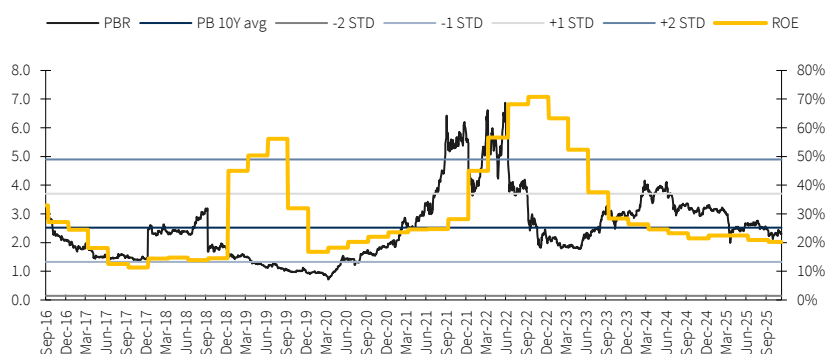
Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với DGC với giá mục tiêu 121,900 VND/cổ phiếu (tăng 3% so với báo cáo kỳ trước) với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng là 29.7% (so với giá đóng cửa ngày 08/12/2025)

Bảng 10. Tổng hợp định giá theo SOTP của DGC

SOTP	Giá trị
PER mục tiêu cho hoạt động kinh doanh cốt lõi	10
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi 2026	3,451
Giá trị doanh nghiệp cho hoạt động kinh doanh cốt lõi	34,512
Tiền mặt	13,101
Tổng nợ vay	1,960
Lợi ích cổ đông thiểu số	432
Giá trị vốn chủ sở hữu cho hoạt động kinh doanh cốt lõi	45,220
Bất động sản	1,083
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu	46,303
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	380
Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	121,900

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 HKKD (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	11,459	13,223	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	15,601	15,820	19,689	23,217
Giá vốn hàng bán	-6,308	-6,367	-7,704	-8,968	TÀI SẢN NGẮN HẠN	12,467	12,700	15,928	19,794
Lãi gộp	3,440	3,499	3,755	4,256	Tiền và tương đương tiền	1,061	130	754	1,851
Thu nhập tài chính	627	540	599	703	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	9,342	10,556	12,762	12,762
Chi phí tài chính	46	62	59	66	Các khoản phải thu	1,130	980	1,083	1,112
Trong đó: Chi phí lãi vay	-32	-21	-37	-52	Hàng tồn kho, ròng	855	985	1,118	3,856
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	TÀI SẢN DÀI HẠN	3,134	3,120	3,761	3,423
Chi phí bán hàng	-436	-495	-447	-590	Phải thu dài hạn	31	32	18	18
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-159	-171	-154	-203	Tài sản cố định	2,457	2,495	3,212	2,874
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	3,487	3,414	4,377	4,973	Tài sản dở dang dài hạn	225	161	151	151
Thu nhập khác	3	6	-9	0	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	-4	-17	-9	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	-1	-12	-9	0	NỢ PHẢI TRẢ	3,563	2,119	3,490	4,173
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	3,493	2,052	3,426	3,217
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	3,485	3,403	3,766	4,180	Phải trả người bán	190	313	426	506
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-243	-293	-410	-355	Vay ngắn hạn	1,328	864	1,952	1,663
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,242	3,110	3,356	3,824	Phải trả ngắn hạn khác	1,913	803	1,021	1,021
Lợi ích của cổ đông thiểu số	142	121	162	153	Nợ dài hạn	70	67	65	956
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	3,100	2,989	3,193	3,671	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	16,199	19,043
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35.3%	35.5%	32.8%	32.2%	Vốn góp	3,798	3,798	3,798	3,798
Tỷ suất EBITDA	39.0%	37.8%	41.5%	40.5%	Thặng dư vốn cổ phần	1,787	1,787	1,787	1,787
Tỷ suất EBIT	35.3%	34.0%	37.7%	37.1%	Quỹ khác	123	568	952	952
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	35.8%	34.5%	32.9%	31.6%	Lãi chưa phân phối	5,999	7,205	9,230	12,075
Tỷ suất lãi hoạt động KD	35.8%	34.6%	38.2%	37.6%	Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	33.3%	31.5%	29.3%	28.9%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	330	343	432	432
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	3,766	4,180	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	358	378	440	443	P/E	12.3	15.8	12.3	10.7
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-627	-540	0	0	P/E pha loãng	12.3	15.8	12.3	10.7
Chi phí lãi vay	32	21	37	52	P/B	3.1	3.3	2.3	2.0
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	3,250	3,260	4,242	4,675	P/S	3.7	4.5	3.2	2.8
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-133	188	-88	-29	P/Tangible Book	17.0	20.6	12.8	14.5
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	198	-138	-133	-2,739	P/Cash Flow	12.9	15.1	9.1	27.1
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-182	15	67	80	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	11.3	14.0	10.6	9.6
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	74	-9	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	12.7	15.9	12.1	10.8
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-423	-376	-60	-627					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	2,784	2,939	4,028	1,359	Hiệu quả quản lý				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-251	-339	-1,147	-106	ROE%	25%	22%	20%	20%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	0	0	0	ROA%	21%	19%	18%	17%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-9,667	-9,689	-2,205	0	ROIC%	25%	21%	20%	18%
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	0.6
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	4.3	4.9
Cổ tức và tiền lãi nhận được	485	480	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.6	6.2	4.6	6.2
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-2,338	-1,014	-3,352	-106	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	0.1
Tiền thu được các khoản đi vay	3,447	3,690	1,088	603	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
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
Cổ 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	-52	-156	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-475	-931	625	1,097	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	754	Hệ số quay vòng HTK	6.8	6.9	7.3	7.6
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,061	130	754	1,851	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	24.7	30.6	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.