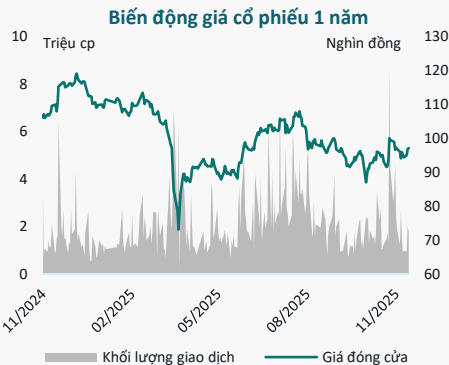


Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	95,000
Giá mục tiêu	115,000
Lợi nhuận kỳ vọng	21.05%

Thông tin giao dịch	MUA
KLGD TB 3 tháng	1.99 triệu cp
SLCP lưu hành	379.78 triệu cp
Biên độ 52 tuần	20.05%
Vốn hóa	36,838 tỷ đồng
Beta	1.03



Cổ đông lớn	
Đào Hữu Huyền	18.38%
Ngô Thị Ngọc Lan	6.64%
Đào Hữu Kha	5.97%
Nguyễn Thị Hồng Lan	3.76%
Đào Hữu Duy Anh	3.01%
Vietnam Enterprise Investments Limited	1.95%
Đào Hồng Hạnh	1.35%
Amersham Industries Limited	1.26%
CTBC Vietnam Equity Fund	1.24%

VỮNG NHƯ THẾ NÚI

Khuyến nghị

Nhằm đánh giá toàn diện các rủi ro cũng như cân nhắc đến kỳ vọng từ thị trường, phương pháp DCF và P/E đã được chúng tôi sử dụng để đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (HOSE: DGC) với mức giá mục tiêu 115.000 đồng (tăng 21.05%).

Luận điểm đầu tư

► Ứng biến linh hoạt trước biến số thuế quan

Mức thuế xuất khẩu hiện tại đối với sản phẩm phốt pho vàng là 5%. Tuy nhiên, nghị định 199/2025/NĐ-CP đã tăng mức thuế xuất khẩu lên 10% và 15% vào 2026 và 2027. Việc tăng thuế gấp 2 và 3 lần trong hai năm tiếp theo được Kafi đánh giá khó có khả năng gây thiệt hại đáng kể về thị phần phốt pho của DGC vốn là mảng kinh doanh chủ lực. Tại thị trường Đông Á, sản phẩm của DGC là không thể thay thế nên không ảnh hưởng về thị phần và doanh nghiệp hoàn toàn có khả năng chuyển gần như toàn bộ nghĩa vụ thuế lên khách hàng. Với thị trường Ấn Độ, do chưa thể chi phối nguồn cung như thị trường Đông Á, thị phần sẽ giảm mạnh nếu DGC tăng giá bán hoặc biên lãi gộp sẽ bị thu hẹp. Trong bối cảnh đó, Dự án 1 Tổ hợp Hóa Chất Nghi Sơn đẩy nhanh tiến độ, chuẩn bị vận hành thương mại là giải pháp để giảm thiểu rủi ro dư cung trong các năm tới.

► Dự án Nghi Sơn (giai đoạn 1) đi vào vận hành từ Q2-2026

Tổng công suất tối đa của dự án Nghi Sơn với doanh thu dự kiến 1.200 tỷ vnd được ban lãnh đạo hy vọng sẽ bù đắp cho bất lợi về thuế xuất khẩu trong thời gian tới khi 50% lượng sản phẩm tối đa Nghi Sơn sản xuất hằng năm đã được cam kết bao tiêu từ khách hàng lớn. Chúng tôi đánh giá đây là một chiến lược kịp thời, các sản phẩm chế biến sâu từ phốt pho sẽ không phải chịu thuế xuất khẩu; cũng như đáp ứng nhu cầu đa dạng từ thị trường nội địa.

► Biên gộp các sản phẩm từ phốt pho duy trì ổn định

Chúng tôi đưa giả định DGC được gia hạn khai thác Apatite tại hai khai trường Lào Cai vào mô hình định giá khi các thông tin cho thấy DGC rất có thể được chấp nhận tiếp tục khai thác vào 2026. Việc đảm bảo nguồn nguyên vật liệu đầu vào cân bằng các yếu tố khác như giá điện công nghiệp đang trong xu hướng tăng và giá lưu huỳnh đạt đỉnh trong 5 năm gần đây.

► Dòng tiền sớm từ dự án bất động sản

Với vị trí thuận lợi, giá bán cạnh tranh và có sẵn lượng khách hàng tiềm năng, Kafi nhận định khả năng hấp thụ của dự án này ở mức cao. Do đó, DGC có thể nhận được dòng tiền ngay trong năm 2026 (trong điều kiện thuận lợi nhất) và tạo ra dòng tiền đều đặn đến 2030F. Dự án BĐS được tài trợ hoàn toàn từ vốn tự có của doanh nghiệp với quy mô tiền mặt khổng lồ đánh giá không có rủi ro tài chính khi triển khai dự án.

Triển vọng doanh nghiệp

Từ việc triển khai cụm tổ hợp hóa chất tại Nghi Sơn và dự án bất động sản tại Hà Nội là hai động lực tăng trưởng nhấn mạnh trong năm 2026. Cơ cấu sản phẩm của DGC đang được mở rộng và có xu hướng tránh phụ thuộc quá nhiều vào xuất khẩu phốt pho vàng như một chiến lược đa dạng hóa dài hạn.

Từ đó, Kafi đưa ra dự phóng tăng trưởng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2026 của DGC lần lượt đạt 11.290 tỷ (+8.1% YoY) và 3.210 tỷ (+5.4% YoY).

Rủi ro

Thị trường Ấn Độ có khả năng tìm nguồn cung phốt pho vàng mới nhằm tránh phụ thuộc vào một đối tác duy nhất như hiện tại (DGC chiếm ~50% thị phần tại đây).

Trung Quốc tăng cường xuất khẩu WPA vốn là sản phẩm chủ lực xếp thứ 2 hoặc 3 của DGC tùy theo từng thời điểm. Với xu hướng phát triển công nghệ sản xuất và cải thiện độ tinh khiết của sản phẩm ngày càng khốc liệt, Trung Quốc trong dài hạn có thể cạnh tranh thị phần WPA,TPA thậm chí phốt pho vàng với DGC.

Tổng quan kết quả kinh doanh 3Q2025

► Kết quả hoạt động kinh doanh 3Q25

	3Q24	3Q25	YoY	Nhận định của Kafi
Doanh thu thuần	7,447	8,521	14.42%	Doanh thu tăng trưởng cao nhờ giá bán hàng bình quân phục hồi, lũy kế 3 quý hoàn thành 82% kế hoạch năm. DGC chủ động chuyển dịch trong cơ cấu sản phẩm khi thấy thay đổi về nhu cầu, ghi nhận sản lượng bán hàng phân DAP tăng 54%. Trong khi sản phẩm chủ lực như photpho vàng và TPA tăng trưởng sản lượng nhẹ, hưởng lợi nhờ giá bán lần lượt tăng 11% và 8% so với cùng kỳ
Giá vốn hàng bán	(4,816)	(5,685)	18.03%	Tăng nhập khẩu nguyên liệu
Lợi nhuận gộp	2,631	2,837	7.81%	Nhập khẩu quặng apatit từ nước ngoài không đảm bảo được chất lượng so với việc tự khai thác, dẫn đến áp lực đến biến động cao hơn ở chi phí đầu vào
Biên lợi nhuận gộp	35.33%	33.29%	-5.78%	
Thu nhập tài chính	481	542	12.77%	Quy mô tiền, các khoản tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn (~13k tỷ đồng) ghi nhận tăng trưởng 13% YTD
Chi phí tài chính	(56)	(79)	40.16%	
Chi phí bán hàng	(390)	(295)	-24.25%	Tỷ trọng doanh thu xuất khẩu giảm dẫn đến chi phí bán hàng điều chỉnh.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(121)	(130)	7.55%	Chi phí quản lý doanh nghiệp kiểm soát tốt so với tăng trưởng doanh thu nói chung
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	2,545	2,875	12.96%	
Thu nhập khác, ròng	(10)	(9)	-3.19%	
Lợi nhuận trước thuế	2,535	2,866	13.02%	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(213)	(333)	56.50%	Chi phí thuế doanh nghiệp tăng do nhiều nhà máy sản xuất của DGC dần hết thời gian ưu đãi thuế trong giai đoạn 2025-2027
Lợi nhuận sau thuế	2,322	2,532	9.04%	Lợi nhuận 3Q/2025 đã hoàn thành 84% kế hoạch, và dự phóng LNST 2025F vượt kế hoạch 9.4%

Tổng quan ngành

► Chuỗi giá trị của ngành

Chuỗi giá trị của ngành toàn cầu

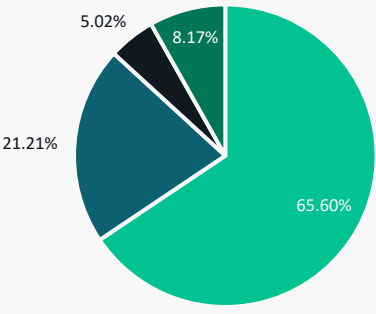


Chi tiết chuỗi giá trị tại Việt Nam

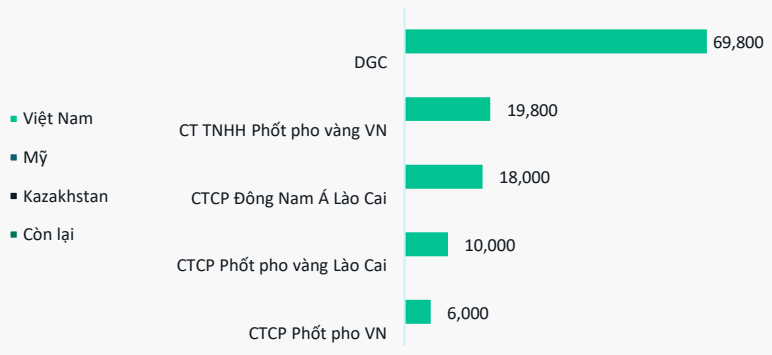
Phương pháp	Đầu vào	Nhà cung cấp	%chi phí	Sản phẩm hạ nguồn	Đặc điểm
Quy trình nhiệt	Quặng Apatite	Phần lớn từ trong nước (trữ lượng lớn nhất tại Lào Cai)	20%	Acid phosphoric cấp thực phẩm và công nghiệp, phân lân, phụ gia TACN	Do lợi thế về giá điện công nghiệp rẻ hơn so với đối thủ cạnh tranh như Trung Quốc, quy trình nhiệt được ưu tiên sử dụng hơn tại Việt Nam. Điều này trái ngược với xu hướng chung của thế giới khi quy trình ướt được sử dụng rộng rãi và hoàn thiện về công nghệ.
	Điện	EVN	70%		
	Than đá	Úc, Indonesia là chủ yếu			
	Silica	Trong nước và tận dụng từ lượng SiO2 có trong quặng Apatite	10%		
Quy trình ướt	Quặng Apatite	Phần lớn từ trong nước (trữ lượng lớn nhất tại Lào Cai)		WPA (50%), phân lân, phụ gia TACN	Ngược lại, quy trình ướt bị giới hạn công suất ở Việt Nam do vấn đề môi trường khi DGC –doanh nghiệp sản xuất lượng WPA lớn nhất cả nước từng xả thải không đúng quy định tại Lào Cai. Ngoài ra, năng lực sản xuất Acid sunfuric không đủ đáp ứng nhu cầu trong nước cũng là trở ngại lớn.
	Acid Sunfuric	Nhập Lưu huỳnh từ bên ngoài hoặc sản phẩm từ ngành hóa dầu trong nước			

► Quy trình nhiệt

Thị phần xuất khẩu photpho vàng (T5-2025 TTM)
Đơn vị: % | Nguồn: Kafi Research



Công suất thiết kế doanh nghiệp đầu ngành tại Việt Nam
Đơn vị: tấn | Nguồn: Kafi Research



Việt Nam là một trong những quốc gia xuất khẩu photpho vàng hàng đầu trên thế giới. Tính đến tháng 5 – 2025, lượng photpho mà Việt Nam xuất khẩu đã chiếm 65.60% toàn cầu. Vượt xa các quốc gia khác như Mỹ (21.21%) và Kazakhstan (5.02%).

Trong số năm doanh nghiệp hàng đầu về mảng sản xuất photpho vàng – chủ yếu tập trung ở Lào Cai, Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) có năng lực sản xuất vượt trội với tổng công suất tối đa của tất cả nhà máy hiện tại là 69,800 tấn photpho/ năm. Năng lực sản xuất gấp 4-12 lần so với các doanh nghiệp khác và chiếm 56.47% tổng sản lượng tối đa của Việt Nam. Điều này tương đương việc DGC đang chi phối khoảng 37% sản lượng photpho vàng của toàn cầu.

So sánh giá điện và thuế xuất khẩu giữa các quốc gia
Nguồn: globalpetrolprices, Kafi Research

	Việt Nam	Mỹ	Kazakhstan	Trung Quốc
Điện (USD/kWh)	0.078	0.148	0.074	0.096
%P2O5 trung bình trong quặng Apatite	30-25%		30%	
Than	Than cốc Anthracite		Than cốc	
Thuế xuất khẩu	5%	N/a	N/a	20%

Yếu tố nguyên liệu và thuế xuất khẩu là một trong những nguyên nhân chủ chốt giúp các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và DGC nói riêng có thể chiếm lĩnh và chi phối thị trường photpho vàng toàn cầu.

Giá điện công nghiệp của Việt Nam so với các đối thủ cạnh tranh lớn thuộc hàng rẻ nhất ở mức 0.078 USD/kWh và chỉ cao hơn Kazakhstan (0.074 USD/kWh). Thuế quan cũng là một lợi thế lớn khi Việt Nam chỉ áp thuế xuất khẩu 5% cho mặt hàng này – thấp hơn rất nhiều so với mức 20% của Trung Quốc và đủ nhỏ để không làm suy giảm nhiều đến lợi thế xuất khẩu nếu so với các quốc gia khác vốn được hưởng ưu đãi thuế trong chiến tranh thương mại như Mỹ.

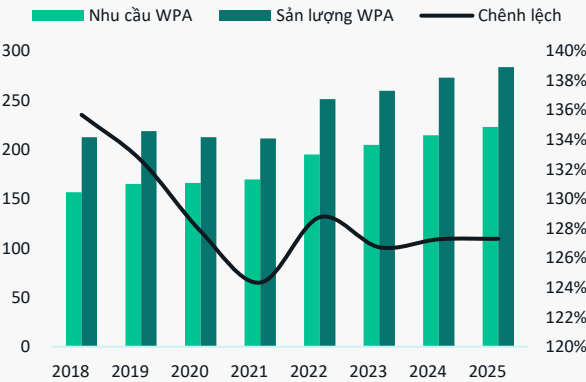
Xét riêng đến doanh nghiệp có đóng góp sản lượng cao nhất ngành là DGC thì ưu thế về giá cho sản phẩm photpho vàng tốt hơn nhiều so với các doanh nghiệp đối thủ trong và ngoài nước.

DGC đã phát triển công nghệ độc quyền cho phép họ có thể sản xuất photpho vàng từ quặng trung cấp một cách tối ưu. Ngoài ra, hàm lượng P2O5 trung bình trong quặng Apatite khai thác tại Lào Cai là 30-35% (đa số là quặng Apatite loại III) nhưng việc tự chủ nguồn cung giúp DGC ổn định giá nguyên liệu đầu vào. Hơn nữa, quy trình này còn cho phép DGC sử dụng cả than Anthracite thay cho than cốc vốn đắt đỏ hơn mà vẫn giữ được chất lượng sản phẩm cạnh tranh cao.

► Quy trình ướt

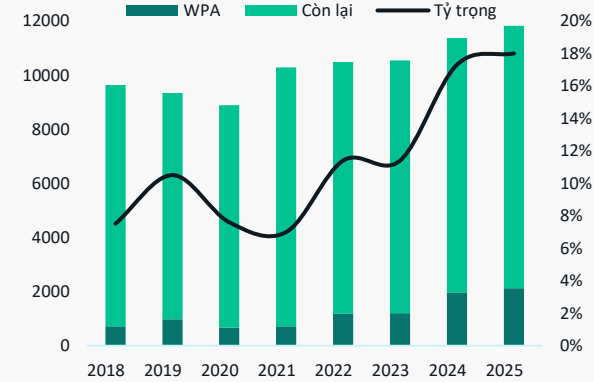
Cung cầu Acid Phosphoric trích ly của Trung Quốc

Đơn vị: x10.000 tấn | Nguồn: Huaon, Kafi Research



Nhu cầu Apatite cho WPA tại Trung Quốc

Đơn vị: 10.000 tấn | Nguồn: Huaon, Kafi Research



Tuy rút lui khỏi thị trường xuất khẩu, Trung Quốc vẫn là quốc gia có sản lượng Phốt pho hàng đầu thế giới và đang rơi vào tình trạng dư cung. Giai đoạn 2018-2025, sản lượng Acid Phosphoric luôn gấp 1.27 – 1.35 lần mức cầu. Xu hướng áp dụng phương pháp trích ly trong sản xuất đang gia tăng nhanh chóng. Giai đoạn 2024-2025 ghi nhận nhu cầu quặng Apatite cho WPA đạt đỉnh với tỷ trọng chiếm ~18% tổng nhu cầu của ngành.

Lưu ý rằng, quy trình WPA vẫn chưa cho ra sản phẩm đủ độ tinh khiết cho ngành điện tử, thực phẩm. Ở phân khúc này, TPA mới có thể đáp ứng yêu cầu do phần lớn tạp chất được loại bỏ trong quá trình đốt phốt pho vàng.

Trong ngắn hạn, Acid từ WPA vẫn chưa đủ tinh khiết để cạnh tranh với TPA. Tuy nhiên, với xu hướng chuyển dịch công nghệ sản xuất mạnh mẽ hiện tại vốn được hỗ trợ từ chính sách của chính phủ Trung Quốc và tình trạng dư cung lớn, chất lượng sản phẩm WPA có thể dần cải thiện, thay thế cho TPA trong dài hạn. Do đó, khiến vị thế sản phẩm phốt pho của Việt Nam trên thế giới có thể bị ảnh hưởng tiêu cực.

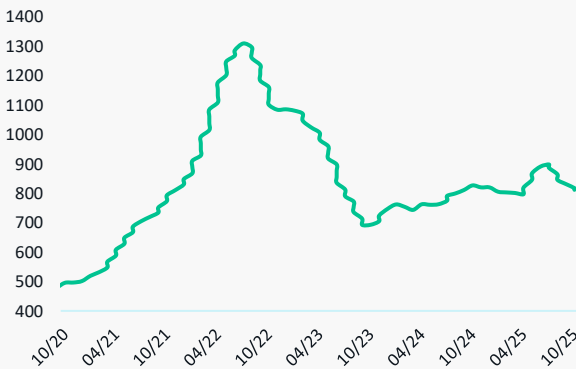
Giá phân bón DAP

Đơn vị: USD/tấn | Nguồn: Kafi Research



Giá phân bón MAP

Đơn vị: USD/tấn | Nguồn: Kafi Research



Sản phẩm hạ nguồn chính của quy trình ướt là phân lân, phổ biến nhất là phân DAP và MAP. Đến T8-2025, giá DAP đạt mức 715.38 USD/tấn – tăng 22.77% svck. MAP có xu hướng tăng tương tự và hạ nhiệt gần đây.

Việc loại bỏ các doanh nghiệp sản xuất quy mô nhỏ, sử dụng tài nguyên kém hiệu quả và công nghệ sản xuất lạc hậu cùng thúc đẩy tinh chế sâu phốt pho tại Trung Quốc khiến trữ lượng WPA của quốc gia này giảm so với các năm trước và buộc họ phải ngừng xuất khẩu phân lân nhằm tập trung cho nhu cầu nội địa. Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng giá này chỉ là tạm thời trong ngắn và trung hạn. Giá phân sẽ bình ổn trở lại khi thị trường Trung Quốc đã phục hồi nguồn cung và tiếp tục xuất khẩu.

Tổng quan doanh nghiệp

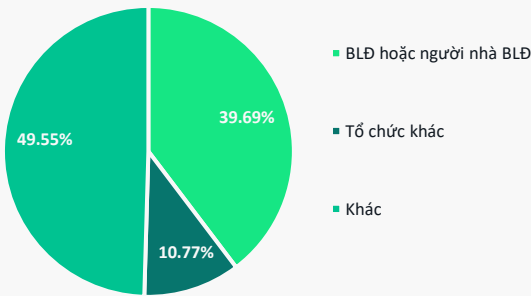
Lịch sử hình thành

Năm	Sự kiện nổi bật
1963	Thành lập Công ty Hóa chất Đức Giang, doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tổng cục Hóa chất Việt Nam, trụ sở tại Hà Nội.
2004	Chuyển đổi mô hình thành Công ty Cổ phần Bột giặt và Hóa chất Đức Giang theo Quyết định số 10/2004/QĐ-BCN của Bộ Công nghiệp.
2009	Thành lập Công ty con Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang Lào Cai.
2012	Thành lập Công ty con Công ty Cổ phần Hóa chất Phân bón Lào Cai.
2013	Thành lập Công ty con Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang Đình Vũ.
2015	Thành lập Công ty Cổ phần Hóa chất Bảo Thắng.
2017	Sáp nhập Công ty Cổ phần Hóa chất Phân bón Lào Cai và Công ty Cổ phần Hóa chất Bảo Thắng vào Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang Lào Cai.
2018	Mua 51% cổ phần Công ty Cổ phần Phốt pho Apatit Việt Nam; Sáp nhập Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang Lào Cai vào Công ty mẹ và tăng vốn điều lệ lên 1.078 tỷ đồng.
2019	Chuyển đổi mô hình tổ chức sang Tập đoàn và đổi tên thành Công ty Cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang; Tăng vốn điều lệ lên 1.293 tỷ đồng.
2020	Chuyển niêm yết cổ phiếu từ HNX sang HOSE; Tăng vốn điều lệ lên 1.487 tỷ đồng.
2021	Tăng vốn điều lệ lên 1.710 tỷ đồng.
2022	Tăng vốn điều lệ lên 3.797 tỷ đồng.
2023	Mua 51% cổ phần Công ty Cổ phần Ấc quy Tia Sáng (TSB); Mua 100% Công ty Cổ phần Phốt pho 6 và chuyển đổi thành Công ty TNHH MTV Phốt pho 6.
2025	Khởi công Dự Án Số 1, Tổ Hợp Hóa Chất Đức Giang Nghi Sơn tại Khu kinh tế Nghi Sơn, Thanh Hóa, với tổng mức đầu tư 2.9000 tỷ đồng, quy mô 151.000 tấn hóa chất/năm.

Cơ cấu cổ đông

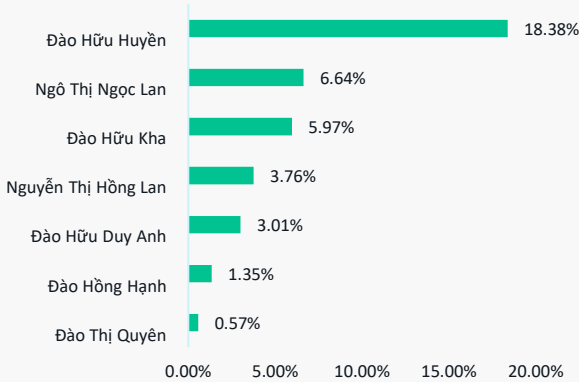
Tỷ lệ sở hữu của Ban lãnh đạo và người nhà

Đơn vị: % | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Chi tiết sở hữu của Ban lãnh đạo và người nhà

Đơn vị: % | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



Cơ cấu cổ đông của DGC tập trung vào chủ tịch HĐQT công ty – Đào Hữu Huyền và người nhà với tổng tỷ lệ sở hữu 39.69%. Trong đó, Chủ tịch HĐQT là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ nắm giữ 18.38% tính đến ngày 30/06/2025.

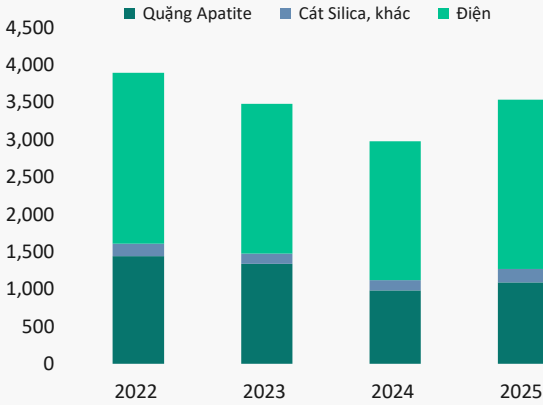
Ngoài ra, các tổ chức trong và ngoài nước nắm giữ cũng chiếm 10.77% tỷ lệ sở hữu. Dragon capital mặc dù đã thoái vốn và không còn là cổ đông lớn nhưng vẫn chiếm tỷ lệ sở hữu lớn nhất với tỷ lệ 4.9912%



► Quy trình nhiệt tại Tập đoàn Đức Giang (DGC)

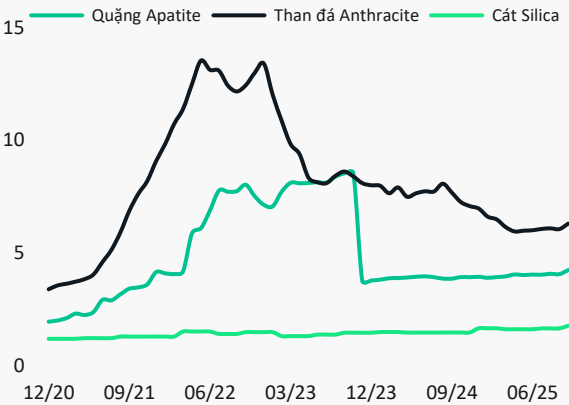
Chi phí nguyên vật liệu sản xuất Phốt pho vàng thực tế của DGC

Đơn vị: Tỷ đồng | Nguồn: Kafi Research



Diễn biến giá nguyên vật liệu đầu vào

Đơn vị: Triệu đồng/tấn | Nguồn: Kafi Research



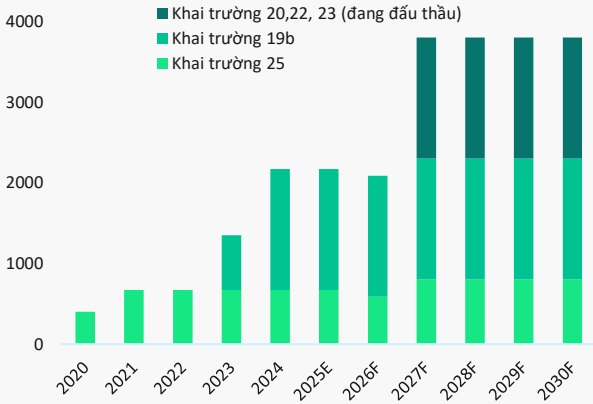
Các sản phẩm tiêu biểu của Đức Giang như Photpho vàng, TPA (H_3PO_4) đều được sản xuất thông qua quy trình nhiệt. Lò điện ở nhiệt độ $1,500^{\circ}C$ tạo ra các sản phẩm tinh khiết, được thị trường quốc tế đánh giá thuộc nhóm chất lượng cao nhất. Trong đó, chi phí điện chiếm bình quân 65% tỷ trọng chi phí cấu thành.

Đối với nhóm nguyên liệu thô, quặng Apatite đóng vai trò quan trọng nhất, là sản phẩm đầu vào ở mọi quy trình. Việc chủ động khai thác trên 70% nguồn cung tại khai trường 25 và 19b tại Lào Cai giúp DGC kiểm soát chi phí nguyên vật liệu tốt. Phần còn lại, DGC nhập khẩu chủ yếu từ Ai Cập với mức giá cạnh tranh.

Tổng thể, Kafi đánh giá chi phí giá apatit được kiểm soát khi cơ bản nguồn cung tự chủ, trong khi giá điện trong nước tăng nhẹ.

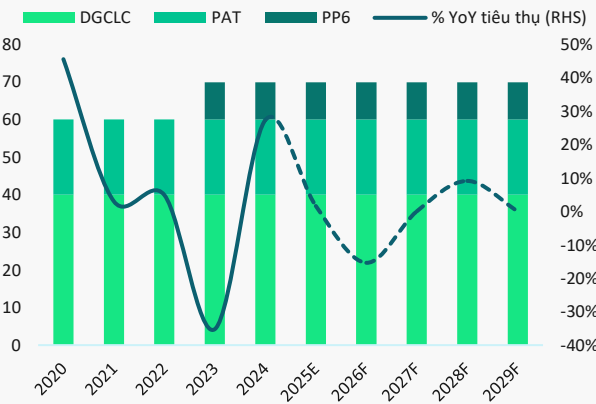
Sản lượng khai thác quặng apatit

Đơn vị: Nghìn tấn | Nguồn: Kafi Research



Mức độ hoạt động các nhà máy phốt pho của DGC

Đơn vị: Nghìn tấn | Nguồn: Kafi Research



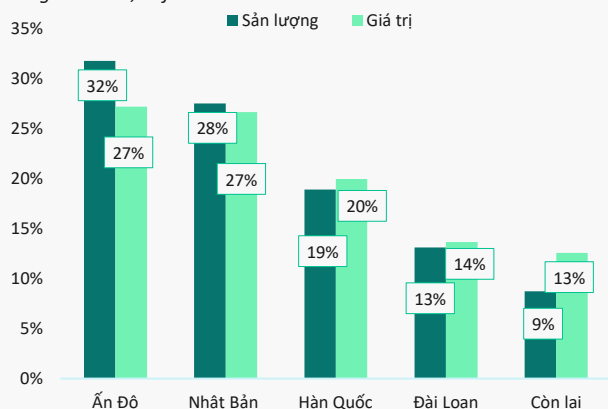
Trong những năm qua, mảng phốt pho vàng của DGC đã liên tục tăng trưởng về sản lượng đầu ra và cả quy mô khai thác nguyên liệu đầu vào.

Trong giai đoạn 2018-2023, DGC đã mua lại 51% cổ phần của CTCP Photpho Apatite Việt Nam và 100% cổ phần của CT CP Phốt Phô 6. Hai công ty được mua lại này đã giúp cho DGC có khả năng sản xuất ~70.000 tấn phốt pho/năm – dẫn đầu sản lượng của toàn ngành hóa chất.

Sự hỗ trợ của hai khai trường 25 và 19b là yếu tố quan trọng nhất giúp DGC có thể tự tin mở rộng sản xuất trong mảng phốt pho. Sản lượng khai thác quặng trong năm 2024 là hơn 2 triệu tấn. Nhờ có hai khai trường này mà DGC có thể tự chủ được nguồn cung đầu vào một cách linh hoạt theo nhu cầu thực tế của thị trường. Việc gia hạn giấy phép khai thác ở hai khai trường trên được đánh giá thuận lợi, DGC tiếp tục đăng ký đầu thầu khai thác tại một số mỏ mới như khai trường 20, 22 và 23.

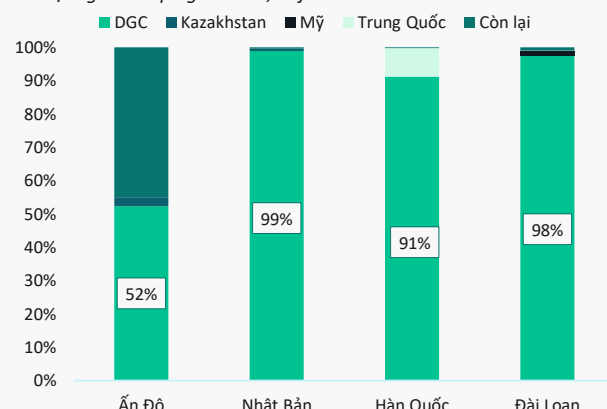
Tỷ trọng xuất khẩu P4 của DGC 12 TTM

Nguồn: DGC, Kafi Research



Thị phần của DGC tại các thị trường xuất khẩu 12 TTM

Đơn vị: Nghìn tấn | Nguồn: ITC, Kafi Research



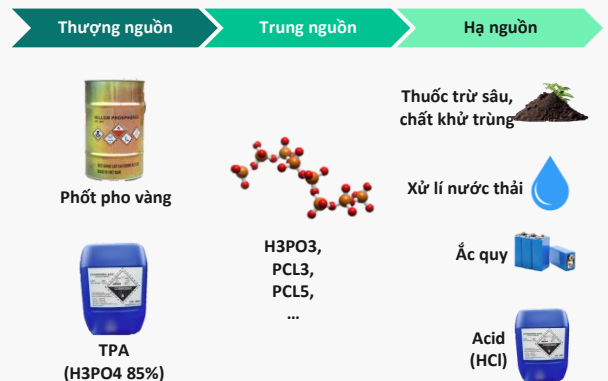
Hiện nay, sản phẩm phốt pho vàng từ DGC đối với các thị trường lớn và khó tính gần như không thể thay thế được. Các khách hàng chính của DGC lần lượt là Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan.

Đáng chú ý, sự thống trị trong thị phần tại Nhật, Hàn Quốc và Đài Loan gần như tuyệt đối cho thấy DGC là đối tác không thể thay thế được đối với hai thị trường này. Nhu cầu phốt pho tinh khiết cao để sản xuất Acid phosphoric tinh khiết cho ngành điện tử, bán dẫn và mong muốn ổn định nguồn cung từ khách hàng được chúng tôi cho là yếu tố chủ đạo.

Điều này tạo ra lợi thế đàm phán rất lớn về giá bán cho DGC khi phốt pho vàng sẽ bị nhà nước đánh thuế xuất khẩu gấp 2-3 lần mức hiện tại. Đồng nghĩa, DGC có cơ hội nâng mức giá bán cuối cùng tại các thị trường trên.

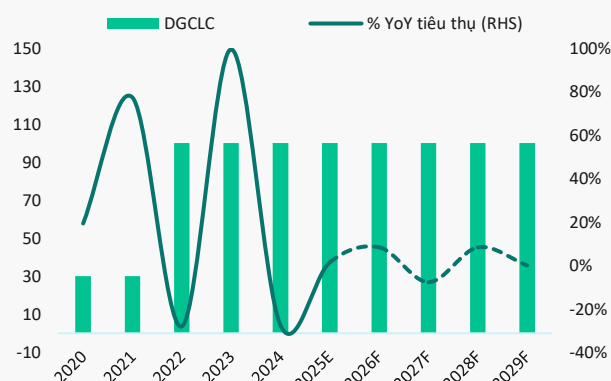
Sản phẩm liên quan đến TPA và P4 của Tổ hợp Nghi Sơn

Nguồn: DGC, Kafi Research



Mức độ hoạt động nhà máy TPA của DGC

Đơn vị: Nghìn tấn | Nguồn: Kafi Research



Hiện tại, DGC đang có chiến lược chế biến sâu các sản phẩm từ phốt pho sau khi đã tối ưu hóa quy trình sản xuất phốt pho vàng và đạt được chỗ đứng nhất định trên thị trường thế giới.

Tổ hợp Hóa chất Nghi Sơn tại Thanh Hóa được ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ giúp DGC có thể đa dạng hóa sản phẩm và khách hàng của mình. Từ đó, giảm thiểu rủi ro chính sách và tăng cường độ linh hoạt trong chuyển đổi cơ cấu sản phẩm tùy theo biến động giá bán và nhu cầu đối với từng sản phẩm qua các năm.

Bên cạnh đó, nhà máy TPA cũng được nâng cấp nhằm đáp ứng nhu cầu Acid Phosphoric cấp thực phẩm từ thị trường và tổ hợp Nghi Sơn sẽ vận hành vào đầu năm sau.

► Quy trình ướt (WPA) tại Tập đoàn Đức Giang (DGC)

Sản phẩm từ quy trình ướt và lượng nguyên liệu cần thiết cho mỗi tấn thành phẩm

Nguồn: DGC, Kafi Research

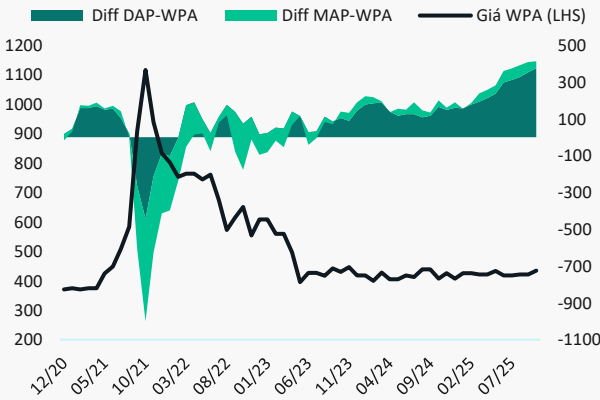
		Nguyên liệu đầu nguồn		Nguyên liệu trung nguồn
		Quặng Apatite	H2SO4 100%	H3PO4 50%
Trung nguồn	H3PO4 50%	2.682	0.851	
Hạ nguồn	DAP	4.39	1.393	1.636
	MAP	5.078	1.611	1.894
Tổng		12.15	3.855	3.53

Sản phẩm chính từ quy trình ướt – WPA của Đức Giang gồm hai nhóm chính. Đầu tiên là Acid Phosphoric 50% có thể được xuất khẩu sang các thị trường khác để làm phân bón hoặc phụ gia TACN. Nhóm thứ hai là phân lân mà phần lớn là DAP và MAP được tạo ra từ nhóm 1. Cơ cấu sản phẩm này cho phép DGC có thể chuyển đổi linh hoạt giữa các nhóm với nhau nhằm tận dụng cơ hội và giảm thiểu rủi ro về giá.

Nhờ cơ chế chuyển đổi sản phẩm mà trong một năm qua, DGC đã tận dụng rất tốt đà tăng giá của phân DAP và MAP do Trung Quốc ngừng xuất khẩu. Trong kế hoạch kinh doanh 2025, ban lãnh đạo công ty đã cho ngừng bán ra sản phẩm Acid Phosphoric trích ly để sản xuất phân DAP và MAP vốn có biên gộp cao hơn trong gian đoạn này.

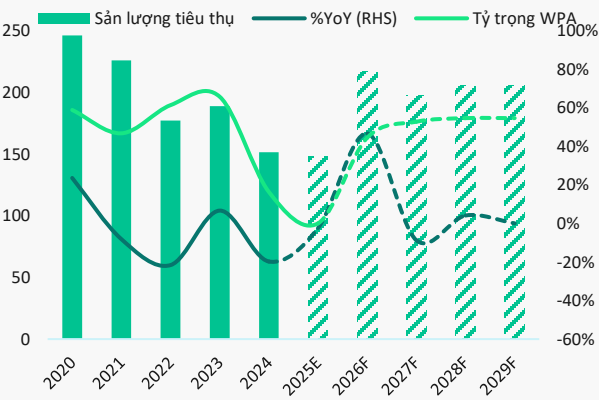
Chênh lệch giá bán giữa DAP, MAP so với WPA

Đơn vị: USD/tấn | Nguồn: Kafi Research



Sản lượng tiêu thụ sản phẩm WPA, DAP, MAP

Đơn vị: Nghìn tấn | Nguồn: Kafi Research



Giá WPA thế giới hiện tại trong xu hướng ổn định ở nền thấp khi dao động quanh mức 400 USD/tấn. Ngược lại giá phân DAP và MAP từ năm 2024 liên tục tăng. Tổng chênh lệch giá bán của hai sản phẩm này so với WPA đến cuối tháng 9/2025 hơn 400 USD/tấn. DGC nhờ cơ chế nêu trên đã chuyển phần lớn lượng WPA sản xuất được sang phân bón trong năm 2025.

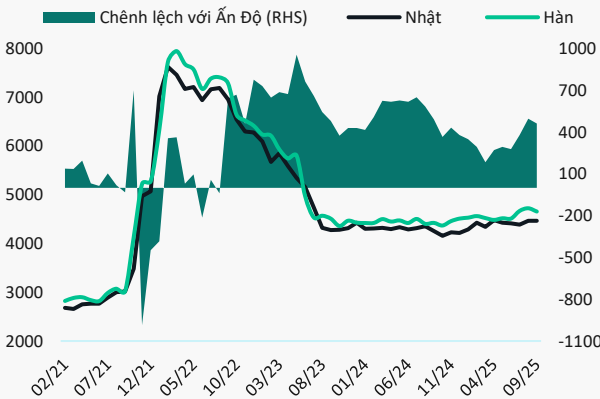
Chúng tôi cho rằng mặt bằng giá DAP và MAP thế giới sẽ hạ nhiệt từ năm 2026F khi các quốc gia khác tăng cường sản xuất để bù vào lượng thiếu hụt từ Trung Quốc và khả năng Trung Quốc xuất khẩu lại phân bón trong tương lai. Từ đó, chúng tôi lượng WPA xuất khẩu của DGC sẽ phục hồi trở lại trong các năm tiếp theo.

Luận điểm đầu tư

► Luận điểm 1: Ứng biến linh hoạt trước biến số thuế quan

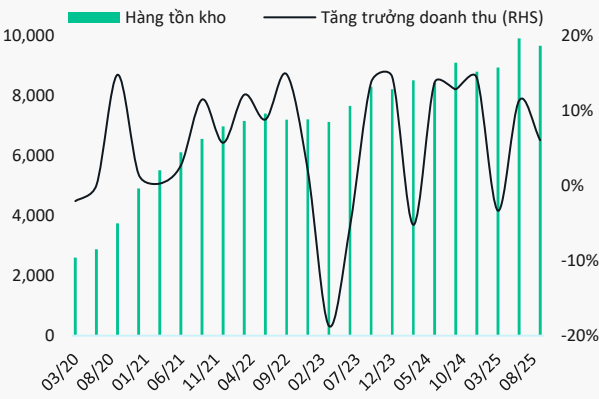
Chênh lệch giá bán P4 tại Nhật, Hàn so với Ấn Độ của DGC

Đơn vị: USD/tấn | Nguồn: ITC, Kafi Research



Hàng tồn kho và tăng trưởng doanh thu QoQ của TSMC

Đơn vị: Triệu USD | Nguồn: TSMC, Kafi Research



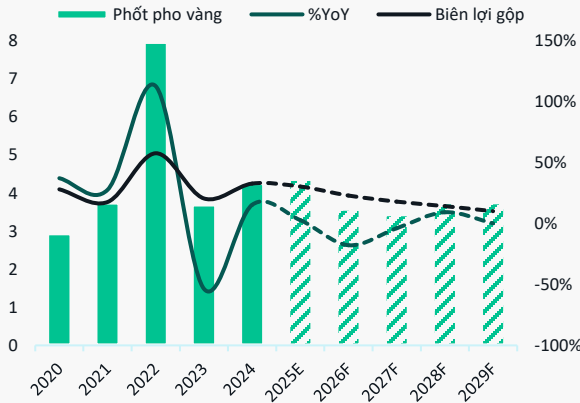
Vào năm 2026, chính phủ Việt Nam sẽ tăng thuế xuất khẩu lên mặt hàng phốt pho vàng – sản phẩm chủ lực của DGC từ 5% lên 10%. Đến năm 2027 sẽ tăng lên 15%. Điều này buộc DGC hoặc chuyển một phần tác động từ thuế lên khách hàng thông qua tăng giá bán để bảo vệ biên gộp. Hoặc DGC sẽ chấp nhận biên gộp các năm tới giảm ở mức vừa phải nhờ chuyển một phần chi phí thuế lên khách hàng.

Tại thị trường Đông Á, chênh lệch giá bán so với Ấn Độ từ 2022 trung bình ở +400 USD/tấn. Phốt pho vàng của DGC phục vụ cho ngành điện tử tại thị trường này khó thay thế trong thời gian tới khi doanh thu của TSMC có xu hướng tăng dần với lượng tồn kho ở mức cao cho thấy ngành bán dẫn sẽ tiếp tục mở rộng kéo theo nhu cầu phốt pho tăng trong tương lai. Do đó, DGC có thể chuyển toàn bộ nghĩa vụ thuế lên các khách hàng tại đây.

Với thị trường Ấn Độ, DGC không thể chi phối hoàn toàn nguồn cung như ở Đông Á do nhu cầu phốt pho cho nông nghiệp tại đây rất lớn. Nếu tăng giá bán, thị phần của DGC sẽ giảm. Dự án 1 – Nghi Sơn là chìa khóa giúp trung hòa rủi ro ở thị trường này, giảm tác động tiêu cực đến biên lãi gộp.

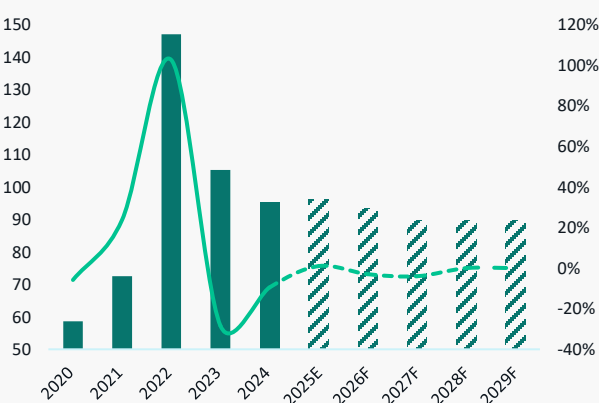
Doanh thu và biên gộp mảng phốt pho vàng của DGC

Đơn vị: nghìn tỷ vnd | Nguồn: DGC, Kafi Research



Thay đổi giá bán phốt pho vàng bình quân của DGC

Đơn vị: triệu vnd/tấn | Nguồn: DGC, Kafi Research



Chúng tôi dự phóng doanh thu phốt pho của DGC trong năm 2026 giảm ~18% khi thuế xuất khẩu mới có hiệu lực và năm 2027 giảm 4% khi thuế tiếp tục tăng lên nhưng có sự bù đắp doanh thu đáng kể từ sản phẩm của Tổ hợp hóa chất Nghi Sơn. Giá phốt pho từ DGC 2026 – 2027 sẽ giảm nhẹ do các yếu tố tích cực lẫn tiêu cực nêu trên bù trừ nhau. Sau giai đoạn này, giá bán sẽ ổn định trở lại với giá định Trung Quốc không tái xuất khẩu phốt pho và các đối thủ khác không có đột biến trong sản lượng và giá bán.

► **Luận điểm 2: Giai đoạn 1 – Dự án 1 Nghi Sơn đi vào vận hành từ Q1-2026**

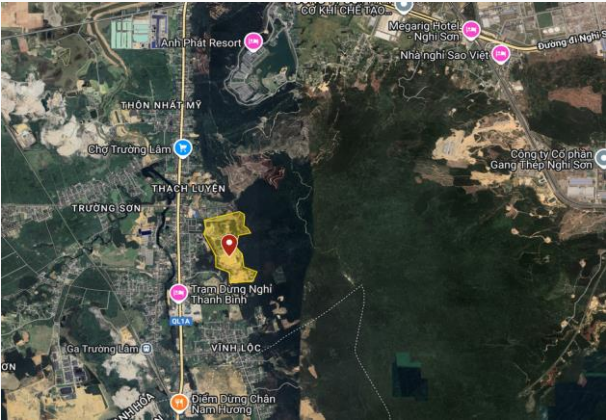
Giai Đoạn 1		Giai đoạn 2	
Thời gian dự kiến: Q4-2024 đến Q2-2026		Thời gian dự kiến: Q3-2026 đến Q4-2027	
		Mảng Ấc Quy từ Q3-2026-Q1-2033	
Doanh thu tối đa dự kiến: 1200 tỷ		Doanh thu tối đa dự kiến: 800 - 1300 tỷ	
Sản phẩm	Công suất tối đa	Sản phẩm	Công suất tối đa
Xút (NaOH) (100%)	50000 tấn/năm	Kali Sunfat K2SO4	20000 tấn/năm
Acid HCl (31%)	15000 tấn/năm	H2O2 100%	15000 tấn/năm
PAC (Al2O3 30%)	30000 tấn/năm	Hóa chất tinh khiết, cơ bản	500 tấn/năm
Các hợp chất chứa Cl	46000 tấn/năm	Ấc quy bình	40000 tấn/năm hoặc 2000000 kWh/năm
Acid H3PO3	10000 tấn/năm		

Như chúng tôi đã trình bày ở Luận điểm 1, Dự án 1 – Nghi Sơn là chiến lược hợp lý giúp DGC trung hòa tác động tiêu cực của thuế xuất khẩu.

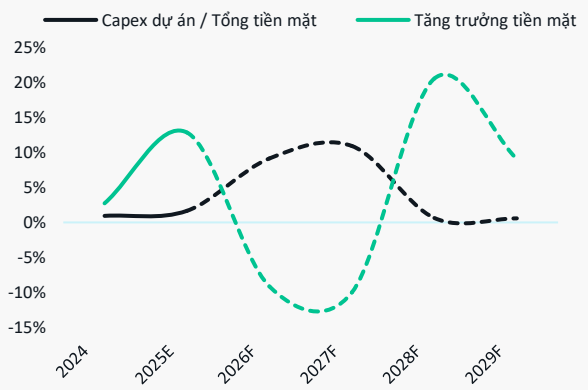
Giai đoạn 1 của dự án được ban lãnh đạo của Đức Giang kỳ vọng sẽ hoạt động ngay từ đầu 2026 tác động phải chịu từ thuế là thấp nhất có thể. Các sản phẩm như hợp chất chứa Clo và Acid H3PO3 có đầu vào là phốt pho vàng hoặc TPA. Nhóm sản phẩm này không phải chịu thuế xuất khẩu và được PVC cùng các khách hàng khác bao tiêu 50% sản lượng công suất thiết kế của dự án.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2026 từ Nghi Sơn đạt 40% công suất tối đa dự kiến và mở rộng dần lên 60-75% trong những năm tiếp theo.

Vị trí Dự án 1 – Tổ hợp hóa chất Nghi Sơn
Nguồn: DGC, Kafi Research



Khả năng tự chi trả cho Dự án 1 của DGC
Đơn vị: %/ Nguồn: DGC, Kafi Research



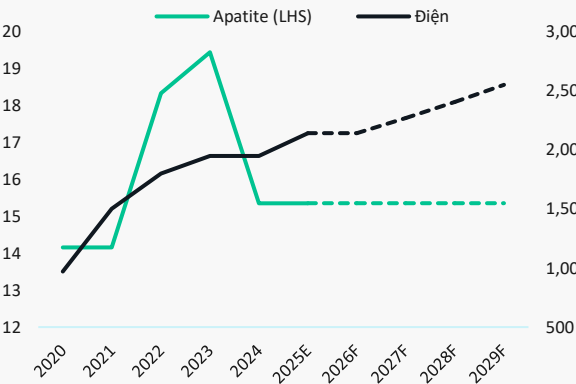
Dự án 1 của Tổ hợp hóa chất Nghi Sơn tại Khu kinh tế Nghi Sơn, Thanh Hóa có quy mô 30ha và vốn đầu tư 2.900 tỷ đồng.

Với trữ lượng tiền mặt 13.000 tỷ đồng tính đến Q3-2025, DGC hoàn toàn có khả năng tự tài trợ 100% cho dự án. Chúng tôi kỳ vọng rằng, lượng tiền mặt của DGC trong 2026-2027 chỉ giảm trung bình ~9.5%/năm và tăng trưởng trở lại vào 2028 khi phần lớn phân kỳ 2 của dự án 1 đã được hoàn thành và đi vào hoạt động một phần giúp bù đắp hoàn toàn chi phí CAPEX còn lại.

► **Luận điểm 3: Biên giới các sản phẩm từ phốt pho khó cải thiện trong ngắn hạn**

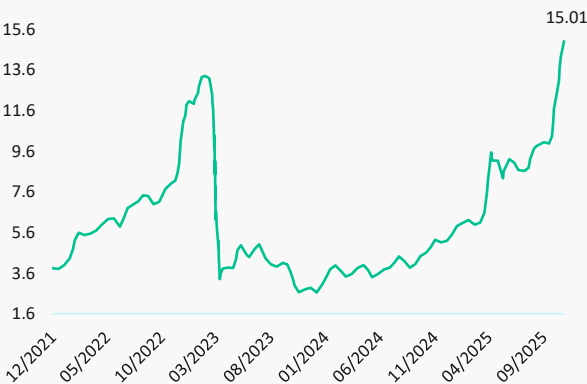
Giá quặng apatite và điện công nghiệp

Đơn vị: x100.000 vnd/tấn, vnd/kWh | Nguồn: Kafi Research



Giá lưu huỳnh tại Trung Quốc

Đơn vị: Triệu vnd/tấn | Nguồn: Trading Economic



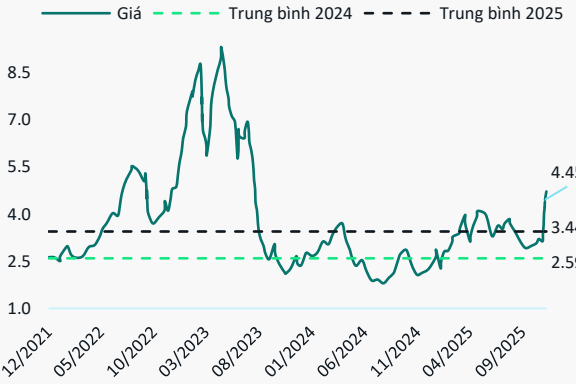
Đối với quyền thăm dò và khai thác quặng Apatite tại khai trường 25 và 19b sắp hết hạn vào 2026, Ban lãnh đạo DGC cho biết đã xin gia hạn thành công. Điều này đồng nghĩa với việc DGC có thể thực hiện hoạt động thăm dò, khai thác xuống những tầng sâu hơn. Nhờ đó tăng tỷ lệ tự chủ cao hơn trước. Chúng tôi đưa ra kỳ vọng thận trọng giá Apatite đầu vào trong thời gian tới sẽ giữ nguyên mức giá ở năm 2024 cho đến 2030F.

Tuy nhiên, giá điện vốn chiếm hơn 60% chi phí sản xuất phốt pho và 30% tổng giá vốn đang trên đà tăng. Chúng tôi kỳ vọng giá điện 2026F sẽ không đổi so với 2025 do các hồ thủy điện trong nước đã đầy vì lũ lụt bất thường trong năm 2025. Sau 2026, giá điện sẽ tăng trung bình 6%/năm.

DGC có năng lực sản xuất 400.000 tấn acid sunfuric/năm (Petrovietnam Journal) ưu tiên sử dụng nội bộ cho sản xuất WPA và phân bón. Trong thời gian gần đây, giá lưu huỳnh – nguyên liệu sản xuất Acid đang tăng cao và đạt mức 15 triệu đồng/tấn – cao nhất trong 5 năm lịch sử.

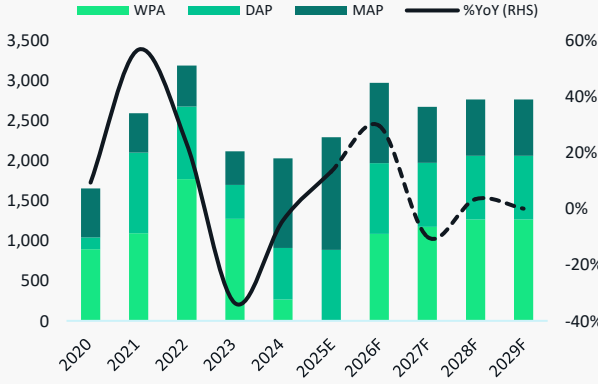
Giá khí tự nhiên tăng cao

Đơn vị: USD/MMBtu | Nguồn: Trading Economic



Cấu trúc doanh thu mảng WPA (quy trình ướt)

Đơn vị: % | Nguồn: DGC, Kafi Research



Trung bình giá khí đốt tự nhiên 2025E đạt mức 3.44 USD/MMBtu – tăng ~33% so với trung bình 2024. Phân Ure – sản phẩm đầu ra của khí tự nhiên trong năm 2025E cũng có mức trung bình cao hơn ~10% so với 2024. Mặc dù không liên quan trực tiếp đến thị trường khí đốt, DAP và MAP cũng chịu tác động tăng giá chung của thị trường phân bón.

EIA dự báo giá khí đốt sẽ tăng lên mức trung bình 4.20 USD/MMBtu vào 2026 và do đó có thể bù lại tác động từ giá lưu huỳnh neo cao hiện tại. Về dài hạn, giá khí tự nhiên có thể giữ nguyên hoặc giảm do sản lượng khai thác từ đá phiến tăng và khả năng suy thoái kinh tế.

► **Luận điểm 4: Dòng tiền sớm từ dự án bất động sản**

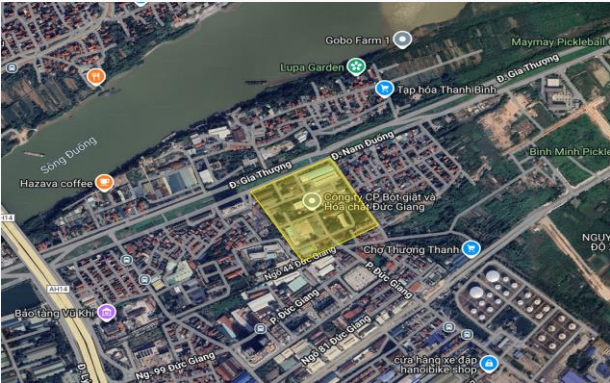
Diện tích	47.470 m ² (4,747 ha)
Tổng vốn đầu tư	~4.500 tỷ đồng (100% vốn tự có)
Thời gian thực hiện	Q1/2026 – Q4/2030
Các hạng mục chính	
Nhà ở liền kề	60 căn (1 hầm + 5 tầng)
Chung cư cao cấp	2 toà x 25 tầng = 880 căn hộ
Công trình công cộng	Văn phòng, thương mại – dịch vụ, trung tâm thể dục thể thao
Trường học	Diện tích 1,1 ha
Tiến độ phân kỳ	
Phân kỳ 1	Q1/2026 – Q4/2026: Hạ tầng kỹ thuật + Nhà ở thấp tầng, liền kề
Phân kỳ 2	Q1/2026 – Q4/2028: Hoàn thiện hạ tầng liền kề
Phân kỳ 3	Q1/2026 – Q4/2030: Chung cư cao tầng

Chủ trương đầu tư dự án Bất động sản được UBND Hà Nội phê duyệt theo Quyết định số 5568/QĐ-UBND, hiện các thủ tục hành chính nối tiếp (giấy phép xây dựng) đang theo đúng kế hoạch. Trong kịch bản tích cực nhất, dự án BĐS có thể khởi công ngay trong Q1/2026, doanh nghiệp sẽ triển khai trước nhóm dự án nhà ở liền kề theo tiến độ xây dựng 9-12 tháng.

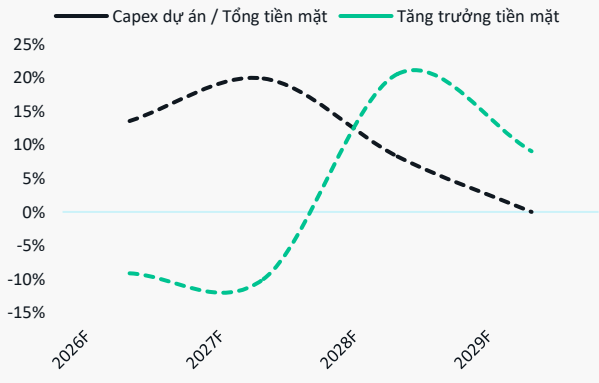
Cập nhật quy mô dự kiến ở từng hạn mục trên cơ sở khảo sát thị trường cạnh tranh trong cùng khu vực và đánh giá của DGC.

- Nhà ở liền kề: diện tích 100m², giá bán dự kiến 200-250tr/m².
- Chung cư cao cấp: diện tích trung bình 65m², giá bán dự kiến 70-90tr/m².

Vị trí Dự án bất động sản Đức Giang
Nguồn: DGC, Kafi Research



Khả năng tự cấp vốn cho Dự án Nhà ở của DGC
Đơn vị: % | Nguồn: DGC, Kafi Research



Dự án bất động sản tọa lạc trên quỹ đất thuộc tổ hợp văn phòng, nhà kho hiện hữu của Đức Giang (thuộc phường Thượng Thanh, quận Long Biên cũ). Với vị trí dự án thuận lợi, gần sát với đường vành đai 2, cách phường Hoàn Kiếm 7km, và đối diện mặt sông Đuống. Kafi nhận định độ hấp thụ của dự án ở mức cao, mang về dòng tiền sớm cho doanh nghiệp. Mức giá dự kiến được chúng tôi đánh giá khá cạnh tranh so với cùng phân khúc.

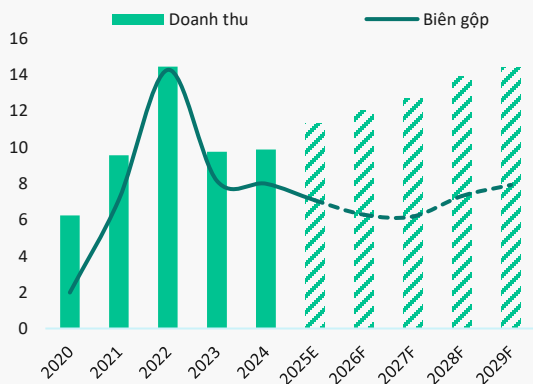
Tổng vốn đầu tư dự án là 4500 tỷ và được tài trợ 100% vốn tự có. Chúng tôi nhận định rằng DGC hoàn toàn có khả năng hoàn thành dự án này đúng tiến độ với rủi ro tài chính cực thấp nhờ lượng tiền mặt dồi dào.

Tình hình tài chính

► Hoạt động kinh doanh

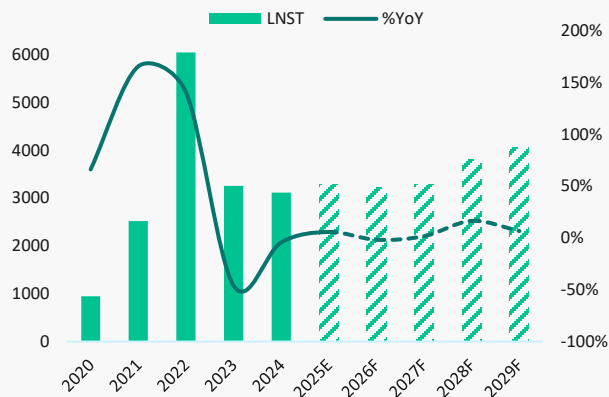
Doanh thu thuần và lợi nhuận gộp

Đơn vị: nghìn tỷ vnd | Nguồn: DGC, Kafi Research



Lợi nhuận sau thuế

Đơn vị: tỷ vnd | Nguồn: DGC, Kafi Research



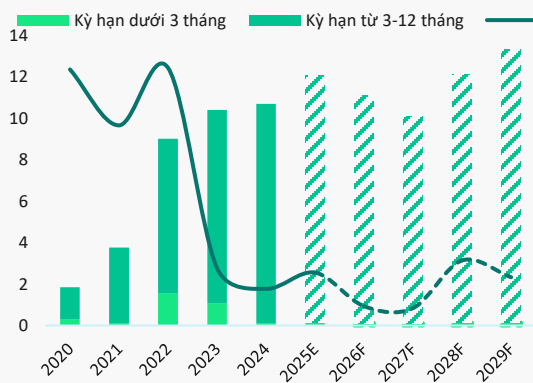
Bức tranh KQKD của Đức Giang ghi nhận tăng trưởng cao trong năm 2025 trên bối cảnh sức cầu ngành mở rộng và xu thế hạn chế xuất khẩu photpho vàng của Trung Quốc. Kafi dự phóng DT và LNST cả năm 2025 lần lượt đạt 11.300 tỷ đồng (+15% YoY) và 3.300 tỷ (+5.6% YoY).

Yếu tố bất lợi xuất hiện kể từ năm 2026 khi mức thuế xuất khẩu với mặt hàng P4 được Chính phủ điều chỉnh lên 10% từ đầu năm 2026 và 15% từ đầu năm 2027. Từ đó, đưa dự phóng biên lợi nhuận điều chỉnh giảm nhẹ trong giai đoạn này. Hoạt động kinh doanh của DGC sẽ bứt phá tốt kể từ 2028 khi nhà máy Nghi Sơn hoạt động với công suất cao và dòng tiền rõ ràng hơn từ dự án bất động sản dân cư – thương mại (phường Việt Hưng, Hà Nội)

► Hoạt động tài chính

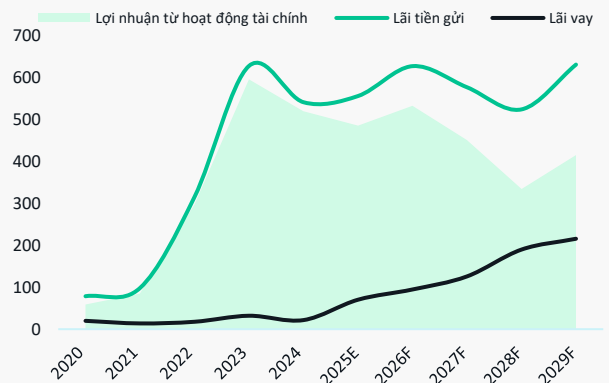
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn

Đơn vị: nghìn tỷ vnd | Nguồn: DGC, Kafi Research



Lợi nhuận từ lãi tiền gửi

Đơn vị: tỷ vnd | Nguồn: DGC, Kafi Research



Trong 3Q/2025, hoạt động tài chính của DGC đem lại lợi nhuận 2.875 tỷ đồng (+12.96% YoY), đóng góp lớn nhất từ khoản lãi tiền gửi và chênh lệch từ tỷ giá hối đoái.

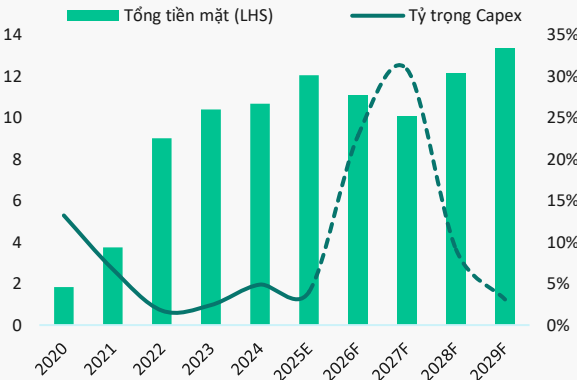
Nguyên nhân là do lượng tiền mặt đạt đỉnh 13.000 tỷ đồng của DGC trong Q3-2025 và phần lớn trong số đó được gửi tại các ngân hàng với kỳ hạn từ 3-12 tháng. Lượng tiền mặt này hoàn toàn dư thừa để tài trợ cho các phân kỳ tiếp theo của dự án Nghi Sơn cũng như khu nhà ở tại Hà Nội.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ hoạt động tài chính dù vẫn cao nhưng sẽ giảm đáng kể trong các năm tới vì một phần tiền gửi được mang đi tài trợ cho các dự án trên

► **Hoạt động đầu tư và khả năng thanh toán**

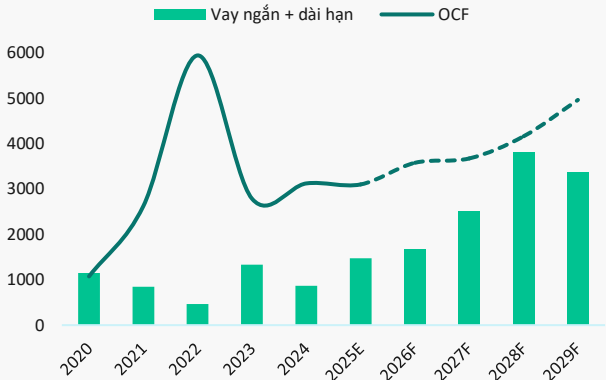
Mức độ đầu tư vào TSCĐ của DGC

Đơn vị: nghìn tỷ VND | Nguồn: DGC, Kafi Research



Khả năng chi trả nợ vay

Đơn vị: tỷ VND | Nguồn: DGC, Kafi Research



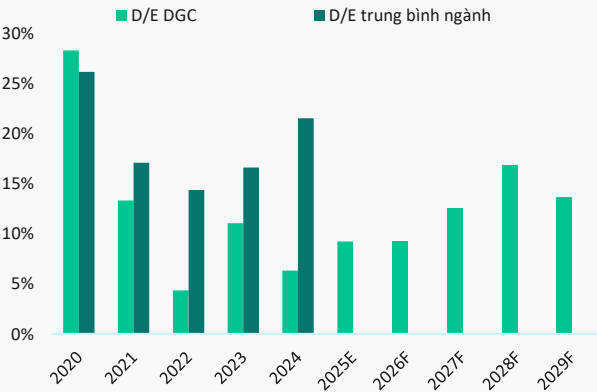
Dòng tiền đầu tư thêm vào tài sản cố định tập trung trong giai đoạn 2026-2027 là điểm rơi tiến độ của các dự án lớn mới như nhà máy Đức Giang – Nghi Sơn (Thanh Hóa) và dự án bất động sản (quy mô 47.470 m², p. Việt Hưng). Chúng tôi dự kiến DGC tài trợ vốn CAPEX bằng vốn tự có của doanh nghiệp, tức lượng tiền mặt sẽ điều chỉnh giảm; cũng như áp lực đến tăng trưởng của dòng tiền hoạt động khi chi phí khấu hao gia tăng trong giai đoạn trên.

Tuy vậy, Kafi nhận định việc bắt đầu thương mại hóa dự án Nghi Sơn với tiến độ sớm và tham gia hoạt động kinh doanh bất động sản là bước đi chiến lược nhằm bù đắp phần nào ảnh hưởng từ chính sách thuế quan thay đổi của Chính phủ. DGC có khả năng triển khai bổ sung thêm các dự án đầu tư nhà máy sản xuất các sản phẩm thứ cấp của photpho vàng trong tương lai gần.

► **Tương quan so với trung bình ngành**

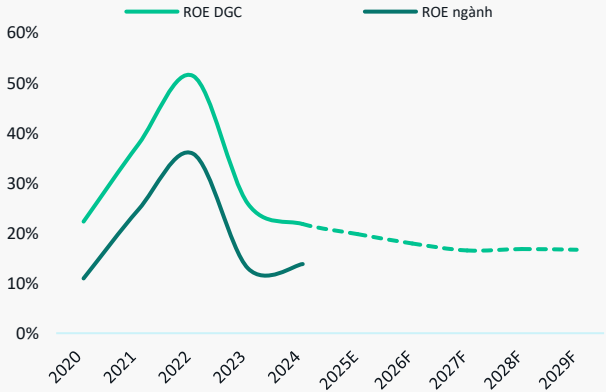
Tỷ lệ Nợ vay/VCSH của DGC và trung bình ngành.

Đơn vị: % | Nguồn: DGC, Kafi Research



ROE của DGC và trung bình ngành

Đơn vị: % | Nguồn: DGC, Kafi Research



Trạng thái “dư tiền mặt” của DGC giúp doanh nghiệp có tỷ lệ nợ trên vốn chủ luôn thấp hơn đáng kể so với bình quân ngành. Điều này tạo nên lợi thế trong việc chủ động đầu tư mở rộng công suất và giảm thiểu rủi ro biến động của ngành và chính sách.

Ngoài ra, vị thế đầu ngành thể hiện rất rõ qua chỉ số sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) dựa trên dây chuyền sản xuất hóa chất toàn diện, khép kín và tự chủ nguồn cung vật liệu đầu vào (quặng Apatite).

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

► Tổng hợp định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (HOSE: DGC). Mức giá mục tiêu 115.000 đồng (tăng 21.05%) theo phương pháp DCF và P/E. Mức giá này đã được chúng tôi cân nhắc dựa trên các yếu tố thuế xuất khẩu, khả năng trung hòa rủi ro từ doanh thu dự án Nghi Sơn và dòng tiền sớm từ bất động sản. Chúng tôi cũng lưu ý về trữ lượng tiền mặt cao của DGC như một yếu tố hỗ trợ quan trọng.

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
DCF		
FCFF	129,499	30%
FCFE	117,162	30%
P/E		
P/E lịch sử	104,486	28%
P/E so sánh	96,589	12%
Giá mục tiêu	114,844	
Giá hiện tại	95,000	
Tiềm năng tăng giá	21.05%	

► Phương pháp DCF

CAPM		WACC	
Lãi suất phi rủi ro	4.00%	VCSH/Nguồn vốn	91.52%
Beta	1.03	Nợ/Nguồn vốn	8.48%
Phần bù rủi ro thị trường	7.79%	WACC	11.76%
Chi phí sử dụng VCSH	12.66%		
Chi phí sử dụng nợ	1.98%		
Thuế suất	10.00%		
Chi phí nợ vay sau thuế	1.78%		

	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Dòng tiền tự do doanh nghiệp - FCFF	2,046	851	1,627	3,189	4,721
Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn					1.5%
Giá trị hiện tại của FCFF	2,027	780	1,421	2,690	3,879
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng					30,589
Nợ vay ròng	609	203	836	1,291	(430)
Chi phí vay nợ*(1 - thuế suất)	63	85	113	170	194
Dòng tiền tự do VCSH - FCFE	2,592	968	2,350	4,310	4,097
Giá trị hiện tại của FCFE	2,565	882	2,033	3,583	3,322
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng					23,989

	FCFF	FCFE
Giá trị doanh nghiệp	39,360	33,810
Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng	10,686	10,686
Vay nợ	865	0
Giá trị VCSH	49,181	44,496
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	380	380
Giá cổ phiếu - đến cuối 2026F	129,499	117,162
Giá hiện tại	95,000	95,000
Tiềm năng tăng giá	36.31%	23.33%

► Phân tích độ nhạy

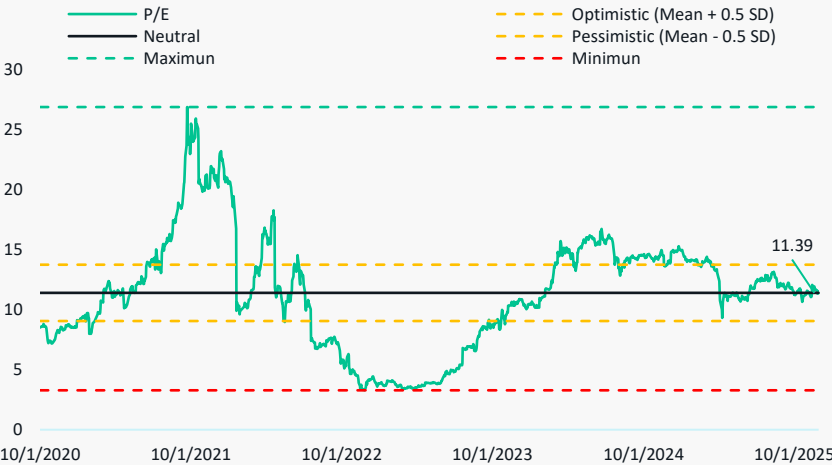
FCFF		Lãi suất phi rủi ro						
		2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%
Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn	0.00%	131,000	126,479	122,309	118,453	114,875	111,547	108,445
	0.50%	135,412	130,497	125,980	121,817	117,966	114,396	111,076
	1.00%	140,278	134,909	129,996	125,484	121,326	117,482	113,919
	1.50%	145,670	139,777	134,409	129,499	124,991	120,838	117,001
	2.00%	151,679	145,175	139,280	133,911	129,004	124,500	120,353
	2.50%	158,417	151,194	144,684	138,785	133,417	128,511	124,011
	3.00%	166,025	157,949	150,714	144,195	138,294	132,925	128,022

FCFE		Lãi suất phi rủi ro						
		2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%
Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn	0.00%	119,873	115,938	112,323	108,990	105,908	103,050	100,392
	0.50%	123,213	118,962	115,070	111,494	108,198	105,150	102,323
	1.00%	126,875	122,262	118,058	114,209	110,673	107,413	104,398
	1.50%	130,906	125,881	121,320	117,162	113,355	109,858	106,635
	2.00%	135,366	129,865	124,896	120,386	116,274	112,510	109,051
	2.50%	140,328	134,273	128,833	123,920	119,459	115,393	111,671
	3.00%	145,880	139,176	133,189	127,811	122,952	118,542	114,521

► Phương pháp P/E lịch sử

P/E lịch sử của DGC từ 01/10/2020 - 2/12/2025

Nguồn: DGC, Kafi Research



DGC - P/E LỊCH SỬ

Kịch bản	P/E
Optimistic	13.74
Neutral	11.39
Pessimistic	9.05
Maximum	26.86
Minimum	3.28
Giá trị trung bình	13.74
EPS dự phóng của DGC - 2026F	7,607
Giá	104,486

► Phương pháp P/E so sánh

SO SÁNH P/E TỪ CÁC ĐỐI THỦ

STT	Mã chứng khoán	Tên doanh nghiệp	Sàn giao dịch	Vốn hóa - vnd	P/E
1	002539.SZ	Chengdu Wintrube Holding Co., Ltd.	SZ - Shenzhen	44,455,472,311,040	14.17
2	PHOR	PhosAgro	MOEX - Moscow Exchange	298,357,450,000,000	8.51
3	JOPH	Jordan Phosphate Mines	Amman Stock Exchange	178,017,150,000,000	13.46
4	CSV	South Basic Chemicals JSC	HOSE	3,180,000,000,000	14.65

Giá trị trung bình 12.70

EPS dự phóng của DGC - 2026F 7,607

Giá 96,589

Đối với phương pháp so sánh P/E, vì DGC là doanh nghiệp đầu ngành hóa chất, lợi thế cạnh tranh lớn trong mảng phốt pho vàng nên khó so sánh với đa số doanh nghiệp trong nước. Do đó, chúng tôi sử dụng P/E của 4 đối thủ cạnh tranh từ Trung Quốc, Nga, Jordan và Việt Nam. Với phương pháp P/E lịch sử, chúng tôi sử dụng kịch bản lạc quan với P/E trung bình 5 năm gần đây của DGC + 1/2 độ lệch chuẩn để đưa ra mức giá mục tiêu. Lý do bởi môi trường kinh doanh trong năm tới được chúng tôi kỳ vọng thuận lợi khi sản phẩm chủ lực của DGC không thể thay thế ở những thị trường lớn như Nhật Bản, Hàn Quốc. Do đó, ảnh hưởng từ thuế xuất khẩu thấp. Ngoài ra, DGC sẽ có dòng tiền từ dự án bất động sản trong năm 2026F.

Phụ lục báo cáo tài chính

► Kết quả hoạt động kinh doanh

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	9,865	10,439	11,285	11,953	13,109	13,590
Giá vốn hàng bán	(6,415)	(6,951)	(7,604)	(7,947)	(8,489)	(8,644)
Lợi nhuận gộp	3,449	3,488	3,680	4,006	4,619	4,947
Chi phí bán hàng	(447)	(467)	(488)	(509)	(532)	(556)
Chi phí QLDN	(171)	(173)	(176)	(179)	(181)	(184)
Lợi nhuận từ HDKD	3,412	3,395	3,578	3,818	4,381	4,783
Chi phí lãi vay	(22)	(70)	(94)	(126)	(189)	(215)
Lợi nhuận trước thuế	3,400	3,383	3,567	3,806	4,370	4,772
Lợi nhuận sau thuế	3,107	3,045	3,210	3,426	3,933	4,294
LNST cổ đông công ty mẹ	2,987	2,924	3,089	3,305	3,812	4,174

► Bảng cân đối

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tài sản Ngắn hạn	12,701	14,704	15,438	17,591	21,514	24,419
Tiền và tương đương tiền	116	2,385	3,304	4,045	6,490	8,332
Đầu tư tài chính ngắn hạn	10,570	9,070	7,570	7,570	7,570	7,570
Phải thu ngắn hạn	980	1,079	1,135	1,332	1,568	1,441
Hàng tồn kho	985	952	1,041	1,088	1,163	1,184
Tài sản ngắn hạn khác	50	1,219	2,387	3,555	4,724	5,892
Tài sản Dài hạn	3,121	3,848	6,030	7,609	8,149	7,980
Phải thu dài hạn	32	32	32	32	32	32
Tài sản cố định	2,496	1,280	3,387	5,391	5,856	5,607
Tài sản dở dang dài hạn	161	2,161	2,236	1,811	1,886	1,967
Tài sản dài hạn khác	431	374	374	374	374	374
TỔNG TÀI SẢN	15,821	18,552	21,468	25,200	29,663	32,399
Nợ phải trả	2,120	2,650	2,899	3,813	5,212	4,916
Nợ ngắn hạn	2,053	2,583	2,832	3,746	5,145	4,849
Nợ dài hạn	67	67	67	67	67	67
Vốn chủ sở hữu	13,701	15,901	18,568	21,387	24,451	27,484
Vốn điều lệ	3,798	3,798	3,798	3,798	3,798	3,798
Vốn và quỹ khác	2,355	2,790	3,251	3,743	4,311	4,934
Lãi chưa phân phối	7,205	8,993	11,079	13,285	15,659	17,949
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	343	320	441	562	682	803
NGUỒN VỐN	15,821	18,552	21,468	25,200	29,663	32,399

► Lưu chuyển tiền tệ – Phương pháp gián tiếp

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Lưu chuyển thuần từ HDKD	3,119	2,896	3,332	3,570	4,048	4,841
LNST công ty mẹ	2,987	2,924	3,089	3,305	3,812	4,174
Khấu hao TSCĐ	368	275	425	528	567	581
Thay đổi vốn lưu động	(131)	(184)	(141)	(212)	(254)	185
Lưu chuyển thuần từ HDDT	(1,152)	(1,663)	(3,239)	(2,738)	(1,738)	(1,043)
Capex	(522)	(1,032)	(2,608)	(2,107)	(1,107)	(412)
Cổ tức nhận được	537	537	537	537	537	537
Lưu chuyển thuần từ HDTC	(2,912)	(580)	(674)	(91)	134	(1,955)
Tiền thu từ đi vay	3,688	4,057	4,057	4,178	4,304	4,304
Tiền trả các khoản vay	(4,156)	(3,448)	(3,854)	(3,343)	(3,013)	(4,734)
Cổ tức đã trả	(2,445)	(1,189)	(877)	(927)	(1,157)	(1,525)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(945)	653	(581)	741	2,445	1,842

► Các chỉ số chính

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F
Tăng trưởng						
Doanh thu	1.20%	5.82%	8.10%	5.92%	9.67%	3.67%
LNST	-4.45%	-2.02%	5.44%	6.72%	14.80%	9.20%
Tổng tài sản	1.41%	17.26%	15.72%	17.39%	17.71%	9.23%
Tổng VCSH	13.82%	16.06%	16.77%	15.18%	14.32%	12.41%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	34.97%	33.42%	32.61%	33.51%	35.24%	36.40%
Tỷ suất LNST	31.50%	29.17%	28.45%	28.66%	30.00%	31.60%
ROE	22.68%	19.15%	17.29%	16.02%	16.08%	15.63%
ROA	19.64%	16.41%	14.95%	13.59%	13.26%	13.25%
Vòng quay tổng TS	0.63	0.61	0.56	0.51	0.48	0.44
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	22.53	20.00	19.00	23.00	26.00	21.00
Số ngày tồn kho	52.35	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
Số ngày phải trả	9.31	10.00	8.50	8.50	8.50	10.00
Thời gian luân chuyển tiền	65.57	60.00	60.50	64.50	67.50	61.00
Thanh khoản						
Chỉ số thanh toán hiện hành	6.19	5.69	5.45	4.70	4.18	5.04
Chỉ số thanh toán nhanh	5.71	5.32	5.08	4.41	3.96	4.79
Chỉ số thanh toán tức thời	5.20	4.43	3.84	3.10	2.73	3.28
Nợ/VCSH	0.06	0.09	0.09	0.12	0.16	0.12
Khả năng thanh toán lãi vay	157.02	48.24	37.76	30.30	23.07	22.17

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI (“KAFI”) được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Mua: Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

Nắm giữ: Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

Bán: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI (“KAFI”). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.