

**CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC)**
**MUA +25,1%**

Ngành	Hóa chất
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>02/03/2026</b>
Giá hiện tại	75.300 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>91.200 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	118.000 VND
TL tăng	+21,1%
Lợi suất cổ tức	4,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+25,1%</b>
GT vốn hóa	29 nghìn tỷ đồng
Room KN	12,1 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	247 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	380 tr
Pha loãng	380 tr

	DGC	VNI
P/E (trượt)	10,1x	16,7x
P/B (hiện tại)	1,9x	2,3x
ROA	17,1%	2,1%
ROE	20,8%	15,0%

**Tổng quan Công ty**

Tập đoàn Hóa chất Đức Giang là nhà sản xuất hóa chất photpho hàng đầu Việt Nam phục vụ các ứng dụng nông nghiệp và điện tử. Ngoài ra, DGC dự kiến bước vào ngành hóa chất xút-clo-vinyl (CAV), quan trọng đối với ngành sản xuất và xây dựng nói chung. Công ty hiện đang gia nhập vào ngành boxit-nhôm.

**Diễn biến giá cổ phiếu**


**Nguyễn Thị Ngọc Hân**  
Chuyên viên

**Nguyễn Thảo Vy**  
Trưởng phòng cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	11.262	13.501	15.994	20.162
% YoY	14%	20%	18%	26%
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	3.025	3.177	3.657	4.475
% YoY	1%	5%	15%	22%
EPS	1%	5%	15%	22%
Biên LN gộp	31,5%	26,7%	27,5%	27,5%
Biên EBITDA	29,4%	24,8%	25,2%	24,4%
Biên LN từ HĐKD	26,6%	20,9%	21,6%	21,5%
Biên LN ròng	26,9%	23,5%	22,9%	22,2%
DTTD/Doanh thu	11%	8%	23%	21%
EV/EBITDA	5,3x	5,2x	4,3x	3,5x
P/E	10,1x	9,6x	8,3x	6,8x
P/B	1,9x	1,7x	1,5x	1,3x
ROE	20,8%	19,4%	19,8%	21,1%

**Chi phí đầu vào tăng gây áp lực lên biên lợi nhuận; duy trì khuyến nghị dựa trên định giá**

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 22% giá mục tiêu, phản ánh việc điều chỉnh giảm 17% dự báo EBITDA cốt lõi năm 2026 và điều chỉnh giảm EV/EBITDA mục tiêu xuống mức 6,5 lần (từ mức 8,0 lần trước đó). Dù vậy, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị MUA khi giá cổ phiếu của công ty đã giảm 19% trong ba tháng qua.
- Chúng tôi lần lượt điều chỉnh giảm 14%/13%/12% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026/2027/2028, chủ yếu do điều chỉnh giảm giá định tỷ lệ quặng tự chủ sau khi ghi nhận mức chi phí tiết kiệm từ tự cung cấp quặng thấp hơn kỳ vọng trong quý 4/2025 và tiến độ mở rộng Khai trường 25 chậm hơn dự kiến. Chúng tôi giảm giả định mức độ tự chủ quặng xuống còn 50%/năm (từ mức 80%/năm trước đó). Dự báo điều chỉnh của chúng tôi tương ứng với tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS đạt 5%/15%/22% YoY trong năm 2026/2027/2028, và LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (không bao gồm BĐS) ghi nhận mức tăng trưởng 5%/2%/6% YoY.
- Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp giảm xuống 26,7%/27,5%/27,5% trong năm 2026/2027/2028 (so với mức 31,9%/31,4%/30,6% trước đó), chủ yếu do giả định mức độ tự chủ quặng thấp hơn. Trong đó, biên lợi nhuận gộp năm 2026 chịu tác động từ thuế xuất khẩu P4 cao hơn và tỷ trọng đóng góp từ các mảng có biên lợi nhuận thấp hơn gia tăng, như đã phản ánh trong Báo cáo Cập nhật trước đây của chúng tôi, bên cạnh đó, chi phí quặng đầu vào đang là yếu tố có ảnh hưởng lớn đến biến động lợi nhuận trong ngắn hạn.
- Hiện DGC đang giao dịch với EV/EBITDA năm 2026/2027/2028 lần lượt là 5,2x/4,3x/3,5x, thấp hơn 37%/49%/58% so với mức trung bình 10 năm của công ty. Chúng tôi cho rằng áp lực biên lợi nhuận do chi phí đầu vào trong mảng Phốt pho cốt lõi phần lớn đã được phản ánh vào giá, trong khi lợi nhuận kỳ vọng sẽ được hỗ trợ từ đóng góp của các dự án mới. Ở định giá hiện tại, tương quan rủi ro - lợi nhuận đang nghiêng về phía tích cực.
- Rủi ro: Chênh lệch giá thị trường giảm mạnh hơn dự kiến, tiến độ dự án xút-clo bị trì hoãn, cùng với các thay đổi bất lợi đối với chính sách xuất khẩu phốt pho.

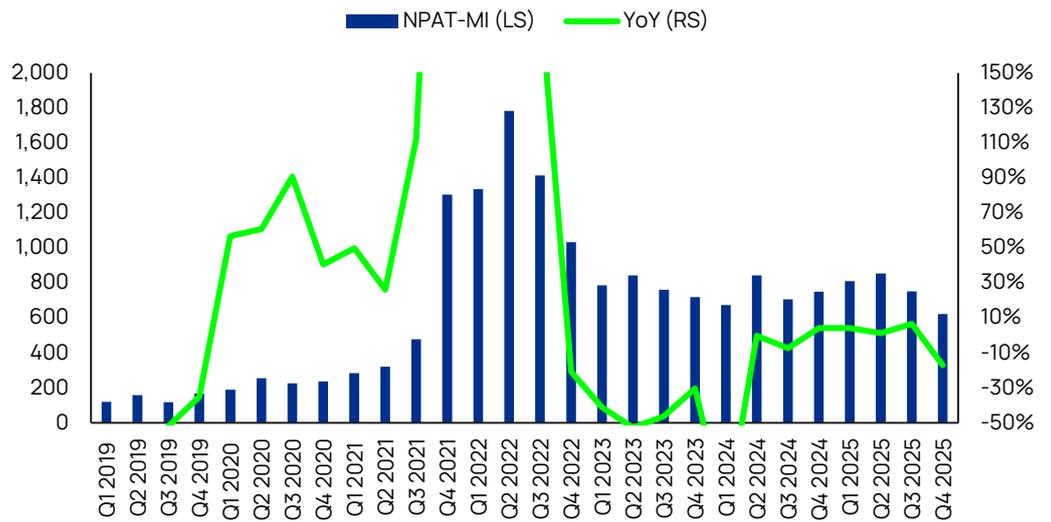
**Các diễn biến về quặng gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp mảng phốt pho; tiến độ mở rộng Khai trường 25 chậm hơn kỳ vọng:**

DGC hiện tự cung cấp quặng apatit từ Khai trường 19B và Khai trường 25 với chi phí thấp hơn đáng kể so với giá thị trường. Khai trường 25 bắt đầu được khai thác từ năm 2022 với trữ lượng được phê duyệt khoảng 2 triệu tấn (quy đổi quặng loại 1), trong khi Khai trường 19B bắt đầu được khai thác từ năm 2023 với khoảng 1,6 triệu tấn - mỗi mỏ đủ đáp ứng khoảng 5 năm khai thác theo giấy phép hiện tại. Do chi phí tiết kiệm từ tự cung cấp quặng trong quý 4/2025 thấp hơn kỳ vọng, cùng với việc Khai trường 25 bước vào giai đoạn cuối của giấy phép hiện tại và tiến độ mở rộng mở chậm hơn dự kiến, chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng hơn đối với tỷ lệ quặng tự chủ. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định mức độ quặng tự chủ xuống 50%/năm trong giai đoạn 2026-2028 (so với mức 80%/năm trước đây). Dự báo này phản ánh tình hình quặng tự chủ hiện tại thay vì các hạn chế mang tính cấu trúc về tài nguyên. Chúng tôi lưu ý

tiềm năng tăng dự báo về mức độ rộng tự chủ tiến độ mở rộng rõ ràng hơn.

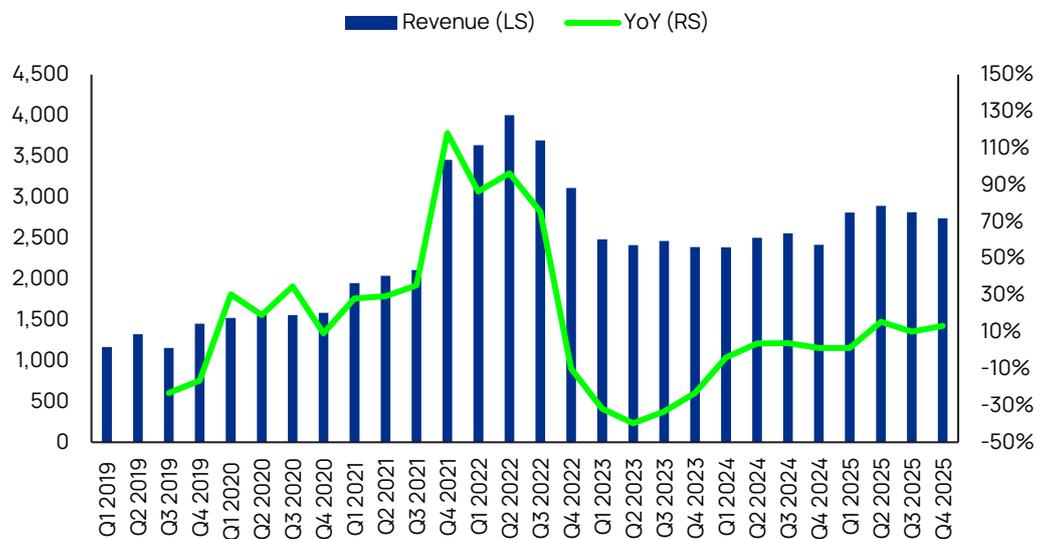
**Chúng tôi duy trì giả định về việc chuyển một phần mức tăng thêm của thuế xuất khẩu photpho vàng (P4) với các khách hàng tại Đông Á**, và chuyển giá ở mức hạn chế đối với khách hàng từ Ấn Độ và các thị trường khác. Thuế xuất khẩu P4 của Việt Nam dự kiến tăng lên 10% vào năm 2026 và 15% vào năm 2027 (từ mức 5% hiện tại), trong khi P4 xuất khẩu sang Nhật Bản (từ năm 2026) và Liên minh châu Âu – EU (từ năm 2027) sẽ được hưởng mức thuế suất 0% nhờ các hiệp định thương mại tự do (FTA). Do đó, chúng tôi duy trì dự báo giá bán trung bình P4 ở mức 100 triệu đồng/97 triệu đồng/97 triệu đồng trong các năm 2026/2027/2028, phản ánh áp lực lên biên lợi nhuận từ yếu tố thuế, được bù đắp một phần bởi việc dần dần tái phân bổ thị trường xuất khẩu và gia tăng sản xuất các sản phẩm hạ nguồn.

**Hình 1: Doanh thu theo quý của DGC (tỷ đồng)**



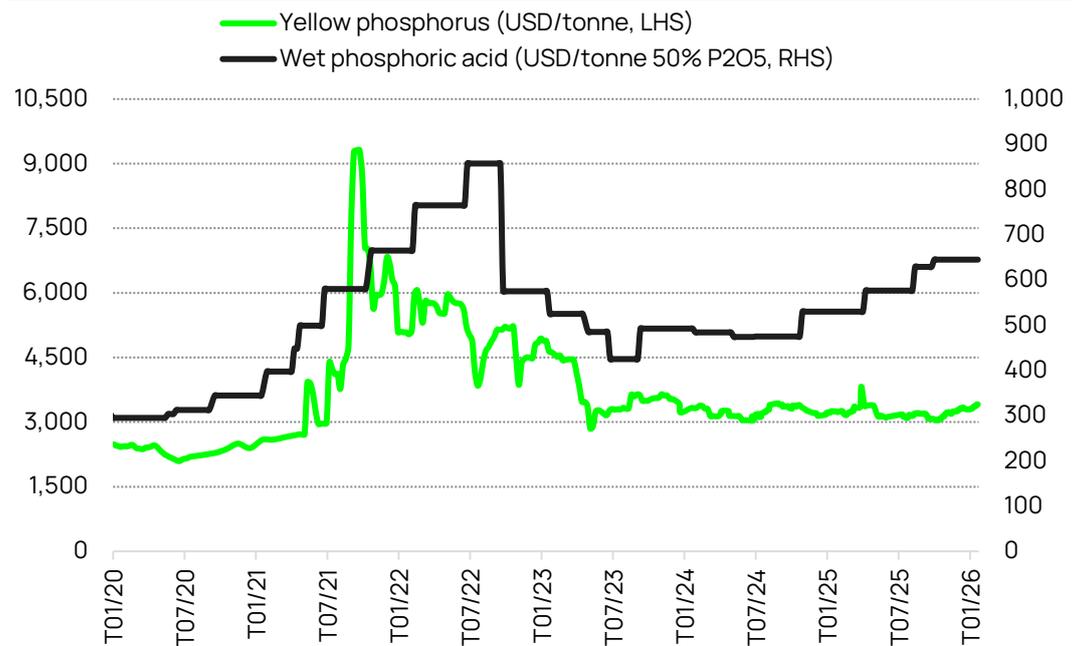
Nguồn: DGC, Vietcap

**Hình 2: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của DGC (tỷ đồng)**



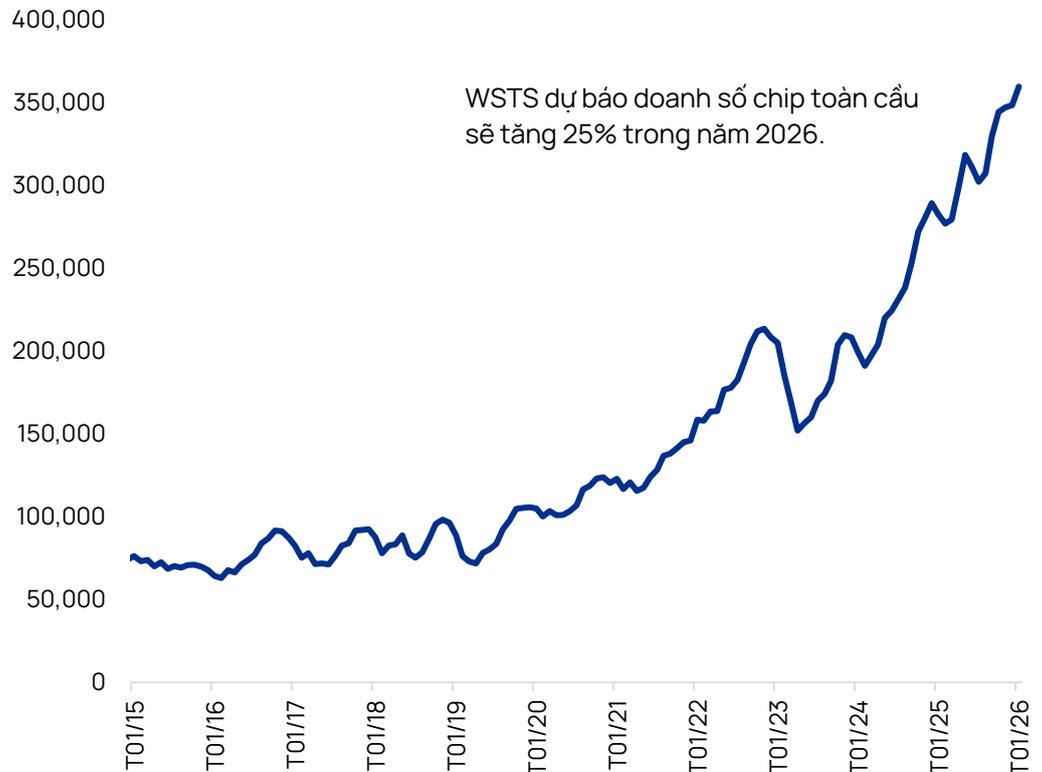
Nguồn: DGC, Vietcap

**Hình 3: Giá photpho vàng (P4) và giá axit photphoric trích ly (WPA)**



Nguồn: SunSirs, Bloomberg, Vietcap (Chúng tôi lưu ý rằng giá photpho vàng trong khu vực thường dao động ít hơn so với giá của Trung Quốc vì Trung Quốc không còn xuất khẩu sản phẩm này)

**Hình 4: Doanh thu trung bình 3 tháng của Nhà sản xuất chất bán dẫn Đài Loan (triệu TWD)**



Nguồn: TSMC, Vietcap

## Triển vọng năm 2026: Biên lợi nhuận gộp thu hẹp do thuế xuất khẩu P4 tăng và tiến độ mở rộng mở chậm hơn dự kiến; nhà máy xút-clo đi vào vận hành

Hình 5: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
<b>Sản lượng bán sản phẩm photpho (tấn*)</b>	N.A	<b>134.634</b>	N.M	<b>134.634</b>	* Chúng tôi duy trì dự báo sản lượng bán, kỳ vọng mảng IPC sẽ được hỗ trợ bởi nhu cầu toàn cầu gia tăng nhờ sự phát triển của ngành điện tử và bán dẫn.
Hóa chất photpho công nghiệp (IPC)	65.019	69.944	8%	69.944	
Photphat nông nghiệp (AP)	N.A	64.690	N.M	64.690	
<b>Giá bán trung bình sản phẩm photpho (triệu đồng/tấn*)</b>	N.A	<b>80</b>	N.M	<b>80</b>	
Hóa chất photpho công nghiệp	104	100	-3%	100	* Chúng tôi duy trì giả định chuyển một phần chi phí thuế xuất khẩu P4 sang khách hàng tại Đông Á, và chuyển giao ở mức hạn chế đối với khách hàng từ Ấn Độ và các thị trường khác. * Giá bán trung bình của DGC hiện ở mức khoảng 4.200 USD/tấn, đã bao gồm thuế.
Photphat nông nghiệp	N.A	58	N.M	58	
<b>Doanh thu</b>	<b>11.262</b>	<b>13.501</b>	<b>20%</b>	<b>13.501</b>	
Hóa chất photpho công nghiệp	6.739	7.009	4%	7.009	
Photphat nông nghiệp	N.A	3.728	N.M	3.728	
Nhà máy ethanol	N.A	1.028	N.M	1.028	* Phản ánh giả định hiệu suất hoạt động ở mức 75% và giá bán trung bình đạt 18 triệu đồng/tấn không thay đổi.
Xút-clo	0	1.129	N.M	1.129	* Phản ánh giả định đi vào vận hành từ quý 2/2026 không thay đổi, tương đương hiệu suất hoạt động cả năm đạt 65%, với giá bán trung bình đạt 11 triệu đồng/tấn.
Hóa chất khác	N.A	606	N.M	606	
<b>Giá vốn hàng bán</b>	-7.709	-9.901	28%	-9.187	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.553</b>	<b>3.600</b>	1%	<b>4.313</b>	
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>2.998</b>	<b>2.823</b>	-6%	<b>3.493</b>	
<b>LN TT</b>	<b>3.606</b>	<b>3.604</b>	0%	<b>4.208</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>3.025</b>	<b>3.177</b>	5%	<b>3.710</b>	
<b>EBITDA cốt lõi</b>	<b>3.314</b>	<b>3.353</b>	1%	<b>4.044</b>	
<b>Biên lợi nhuận</b>					
Biên lợi nhuận gộp	31,5%	26,7%		31,9%	* Chúng tôi dự kiến biên lợi nhuận gộp giảm YoY, chủ yếu do: (1) Trong mảng P, chúng tôi giảm giả định mức độ tự chủ quặng xuống 50% (so với 80% trước đây), phản ánh chi phí tiết kiệm từ tự cung cấp quặng trong quý 4/2025 thấp hơn kỳ vọng và tiến độ mở rộng Khai trường 25 chậm hơn dự kiến. Ngoài ra, thuế xuất khẩu P4 đã tăng lên 10% trong năm 2026 (từ mức 5%), tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận. (2) Tỷ trọng doanh thu cao hơn từ các mảng có biên lợi nhuận thấp hơn, như xút-clo và ethanol.
Chi phí SG&A/Doanh thu	4,9%	5,8%		6,1%	* Thấp hơn nhẹ so với dự báo trước đây của chúng tôi, do tỷ lệ SG&A/doanh thu năm 2025 thấp hơn kỳ vọng.
Biên LN từ HĐKD	26,6%	20,9%		25,9%	
Biên EBITDA	29,4%	24,8%		30,0%	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	26,9%	23,5%		27,5%	

Nguồn: Vietcap (\* Chúng tôi sử dụng hàm lượng photpho làm thước đo cho sản lượng bán; \*\* ước tính của Vietcap).

Chúng tôi duy trì các giả định đối với các dự án ethanol, xút-clo và BDS, vốn là các động lực hỗ trợ lợi nhuận trong trung hạn. Các dự án này ước tính sẽ đóng góp lần lượt 10%/25%/35% vào LNST dự báo năm 2026/2027/2028, riêng dự án BDS dự kiến mang lại các khoản đóng góp bất thường ở mức 11%/22% trong năm 2027/2028. Trước việc tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận ngày càng tăng của các dự án này, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy đối với biên lợi nhuận gộp của dự án xút-clo và thời điểm triển khai dự án BDS.

**(1) Đối với nhà máy xút-clo**, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự kiến nhà máy sẽ bắt đầu vận hành từ quý 2/2026 và nâng dần hiệu suất hoạt động lên mức 65%/90%/90% trong năm 2026/2027/2028. Đối với NaOH, chúng tôi dự phóng sản lượng bán đạt 33 nghìn tấn/45 nghìn tấn/45 nghìn tấn trong năm 2026/2027/2028, với giá bán trung bình giả định đạt 11 triệu đồng/tấn. Biên lợi nhuận gộp bình quân mảng này được ước tính đạt 20–24%. Quá trình phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy mỗi 2 điểm % thay đổi trong biên lợi nhuận gộp có thể khiến LNST sau lợi ích CĐTS biến động khoảng 0,6%–0,8% trong năm 2026/2027/2028, cho tác động mức vừa phải đối với diễn biến biên lợi nhuận của dự án.

**Hình 6: Bảng phân tích độ nhạy của LNST sau lợi ích CĐTS đối với biến động biên lợi nhuận gộp của mảng xút-clo**

	LNST – CĐTS năm 2026	% chênh lệch s/v kb cơ sở	%YoY	LNST – CĐTS năm 2027	% chênh lệch s/v kb cơ sở	%YoY	LNST – CĐTS năm 2028	% chênh lệch s/v kb cơ sở	%YoY
Kịch bản cơ sở	3.177	0,0%	5,0%	3.657	0,0%	15,1%	4.475	0,0%	22,4%
-2 điểm %	3.157	-0,6%	4,4%	3.626	-0,8%	14,8%	4.439	-0,8%	22,4%
-4 điểm %	3.138	-1,3%	3,7%	3.597	-1,6%	14,7%	4.409	-1,5%	22,6%
-6 điểm %	3.117	-1,9%	3,1%	3.568	-2,4%	14,5%	4.378	-2,2%	22,7%

Nguồn: Ước tính của Vietcap. Lưu ý: tăng trưởng YoY phản ánh mức chênh lệch YoY trong từng kịch bản.

**(2) Dự án BDS**, bao gồm 1.000 căn hộ và 60 căn nhà phố, đã được chấp thuận chủ trương đầu tư vào quý 4/2025. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo việc bàn giao sẽ diễn ra trong giai đoạn 2027–2028, với giá bán trung bình giả định là 250 triệu đồng/m<sup>2</sup> đối với nhà phố và 70 triệu đồng/m<sup>2</sup> đối với căn hộ. Theo đó, dự án dự kiến đóng góp vào LNST lần lượt là 413 tỷ đồng và 1,0 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 và 2028. Do tính chất lợi nhuận bất thường, lợi nhuận từ dự án này có mức độ nhạy đáng kể đối với tiến độ triển khai và thời điểm ghi nhận bàn giao.

**Hình 7: Bảng phân tích độ nhạy của LNST sau lợi ích CĐTS đối với việc trì hoãn dự án BDS**

	LNST – CĐTS năm 2027	% chênh lệch s/v kb cơ sở	%YoY	LNST – CĐTS năm 2028	% chênh lệch s/v kb cơ sở	%YoY
Kịch bản cơ sở	3.657	0,0%	15,1%	4.475	0,0%	22,4%
Trì hoãn 6 tháng	3.457	-5,5%	8,8%	4.409	-1,5%	27,5%
Trì hoãn 12 tháng	3.260	-10,9%	2,6%	3.850	-14,0%	18,1%
Trì hoãn 24 tháng	3.260	-10,9%	2,6%	3.455	-22,8%	6,0%

Nguồn: Ước tính của Vietcap. Lưu ý: tăng trưởng YoY phản ánh mức chênh lệch YoY trong từng kịch bản.

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp EV/EBITDA để định giá mảng kinh doanh cốt lõi của DGC và phương pháp CKDT cho dự án bất động sản một lần của DGC.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm hệ số EV/EBITDA mục tiêu xuống mức 6,5x (từ mức 8,0x trước đây), phản ánh (1) triển vọng tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn hơn sau khi mức chi phí tiết kiệm từ tự cung cấp quặng trong quý 4/2025 thấp hơn kỳ vọng và tiến độ mở rộng Khai trường 25 chậm hơn kỳ vọng, nhìn chung làm tăng mức độ phụ thuộc của DGC vào quặng mua ngoài vốn đang duy trì ở mức giá cao trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung; (2) mức độ cập nhật thông tin từ ban lãnh đạo giảm trong thời gian gần đây.

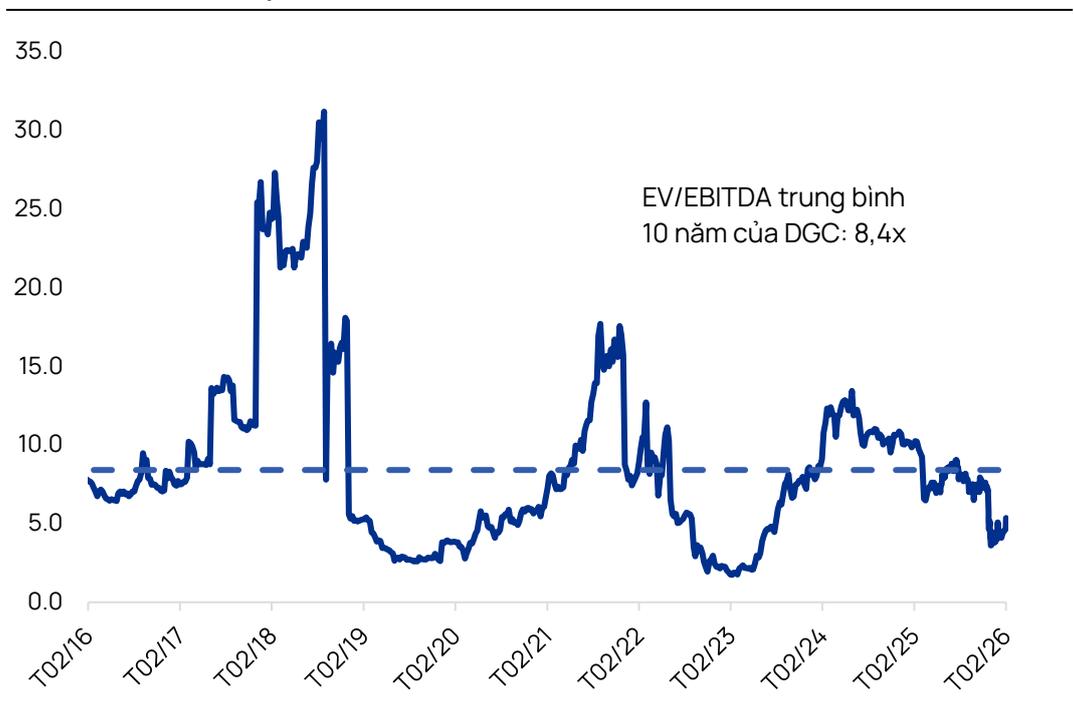
DGC hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2026/2027/2028 lần lượt là 5,2x/4,3x/3,5x, thấp hơn lần lượt 37%/49%/58% so với EV/EBITDA trung bình 10 năm của công ty. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại phần lớn đã phản ánh áp lực lên biên lợi nhuận do chi phí đầu vào mảng phốt pho cốt lõi tăng, trong khi lợi nhuận hợp nhất vẫn được hỗ trợ bởi đóng góp từ các dự án mới đi vào vận hành. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DGC dựa trên yếu tố định giá.

**Hình 8: Tóm tắt định giá của Vietcap cho DGC**

Tỷ đồng	
EV/EBITDA mục tiêu cho EBITDA cốt lõi của DGC	6,5x
EBITDA cốt lõi năm 2026 của DGC	3.353
Giá trị doanh nghiệp của mảng kinh doanh cốt lõi của DGC	21.797
Cộng tiền mặt ròng hiện tại	11.560
<b>Giá trị vốn sở hữu của mảng kinh doanh cốt lõi của DGC</b>	<b>33.356</b>
Bất động sản	1.284
<b>Tổng giá trị vốn sở hữu</b>	<b>34.640</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)	379,8
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>91.200</b>
<b>EV/EBITDA dự phóng 2025/2026F/2027F tại giá mục tiêu</b>	<b>6,6x/6,5x/6,2x</b>
<b>P/E dự phóng 2025/2026F/2027F tại giá mục tiêu</b>	<b>12,2x/11,6x/10,1x</b>

Nguồn: Vietcap

**Hình 9: EV/EBITDA trượt của DGC**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

## Diễn biến khuyến nghị

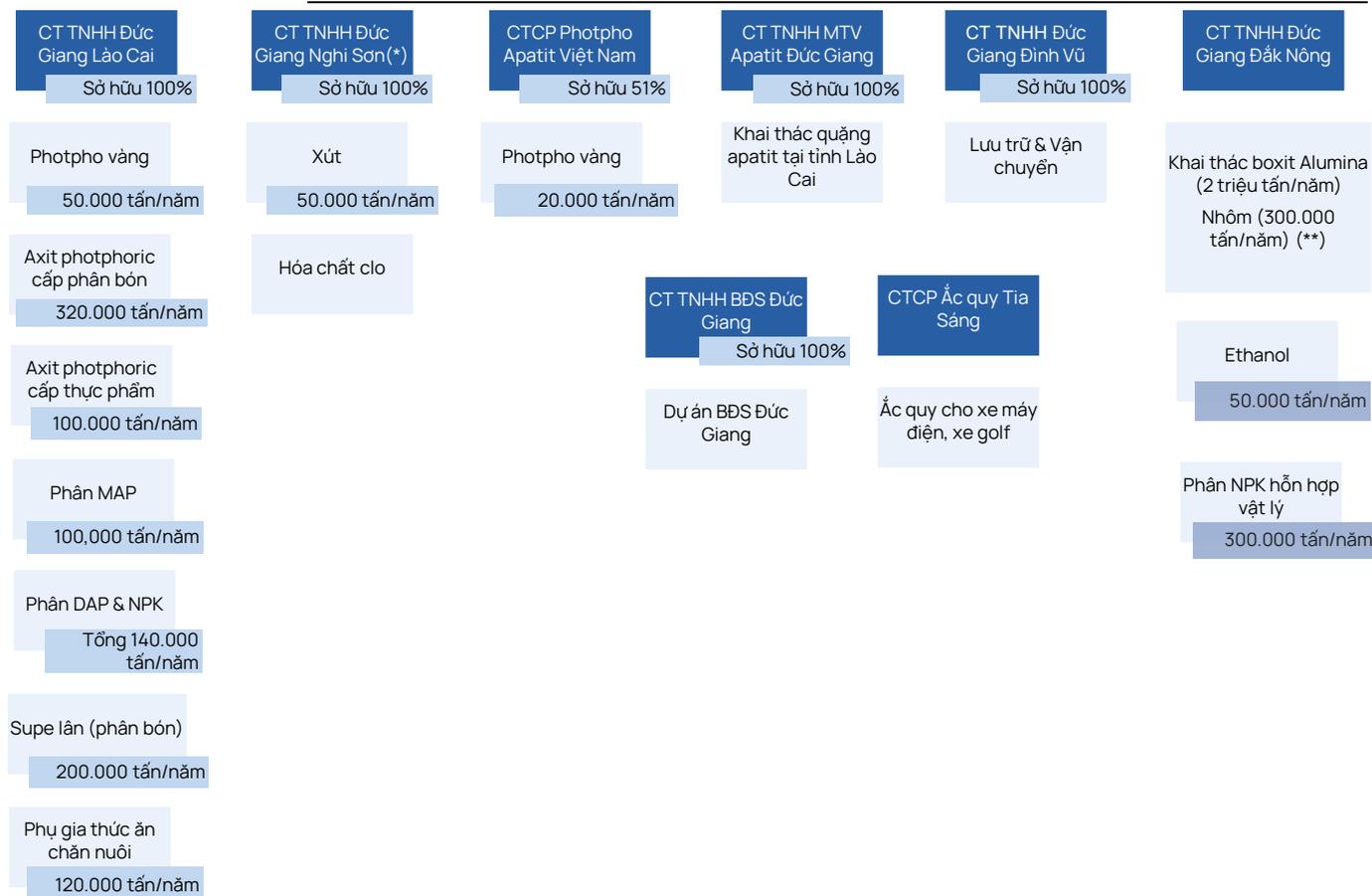
Hình 10: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng, điều chỉnh theo các đợt chia tách cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

## Phụ lục 1: Năng lực sản xuất và chuỗi giá trị của DGC

Hình 11: Cơ cấu doanh nghiệp của DGC tính đến tháng 4/2023



Nguồn: DGC, Vietcap

Các ô màu xanh đậm đại diện cho các chi nhánh/công ty con

Các ô màu xanh nhạt đại diện cho công suất sản xuất/sản phẩm.

(\*) Công suất dự kiến đến năm 2025 theo dự báo của chúng tôi; đang tiến hành xây dựng cơ sở sản xuất.

(\*\*) Công suất dự kiến đến năm 2026; đang xin cấp phép đầu tư.

## Phụ lục 2: Cập nhật về các dự án trong tương lai

Hình 12: Các dự án xút-clo và alumina của DGC

	Xút-clo	Alumina
<b>Vốn đầu tư XDCB</b>	100 triệu USD	700 triệu – 1 tỷ USD
<b>Công suất hàng năm</b>	50,000 tấn xút (NaOH) Chất tẩy hóa học	1.2 triệu tấn alumina
<b>Doanh thu hàng năm*</b>	75 triệu USD Đã ghi nhận trong dự báo của Vietcap.	480 triệu USD Chưa ghi nhận trong dự báo của Vietcap.
<b>Tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROIC) trung bình *</b>	15% DGC không có lợi thế lớn về chi phí đối với xút-clo. Hầu hết nguyên liệu đầu vào có nguồn gốc từ mua ngoài.	20% - 25% ROIC alumina của Vinacomin – Tập đoàn thuộc sở hữu nhà nước – đạt 10%. Alumina là mảng kinh doanh sinh lời cao nhất của Vinacomin. DGC tự tin có thể đầu tư, sản xuất với chi phí thấp hơn Vinacomin. Các mỏ bôxít hàng đầu của Việt Nam có lợi thế về chi phí. Quy hoạch tổng thể cho phép các công ty tư nhân tham gia vào ngành, ưu tiên các công ty có năng lực như DGC.
<b>Tiến độ mới nhất</b>	Đang thi công.	DGC đang nộp đơn xin khai thác quặng bôxít và chế biến quặng bôxít thành alumina. Quy trình phê duyệt có thể mất 2 năm. Việc xây dựng phải mất thêm 2 năm. DGC có thể ghi nhận doanh thu từ alumina trong giai đoạn 2028-2029.
<b>Các bước còn lại</b>	Nhập thiết bị; đăng ký giấy phép xây dựng và phòng cháy chữa cháy. Dự kiến vận hành từ quý 2/2026.	DGC dự kiến nâng công suất sản xuất hàng năm của tổ hợp bôxít-alumina-nhôm lên 2 triệu tấn alumina và 500 nghìn tấn nhôm.
<b>Tiềm năng mở rộng</b>	Đã hủy bỏ dự án nhựa PVC. DGC dự kiến sẽ sản xuất photpho trichlorua theo phương trình: $P_4 + 6 Cl_2 \rightarrow 4 PCl_3$	

Nguồn: DGC, Vietcap (\* Vietcap ước tính)

## Chú giải

Từ viết tắt	Tên kỹ thuật	Tên thông thường	Công thức hóa học	Ứng dụng đáng chú ý
<b>PHOTPHO</b>				
DAP	Photphat		$(\text{NH}_4)_2\text{HPO}_4$	Phân bón, phân bón đầu vào
DCP	Dicanxi photphat		$\text{CaHPO}_4$	Phụ gia thức ăn chăn nuôi
LFP	Liti sắt photphat		$\text{LiFePO}_4$	Cực âm của pin EV
	Liti hexafluorophosphate		$\text{LiPF}_6$	Chất điện phân pin lithium
MAP	Monoamoni photphat		$(\text{NH}_4)(\text{H}_2\text{PO}_4)$	Phân bón, phân bón đầu vào
MCP	Monocanxi photphat		$\text{Ca}(\text{H}_2\text{PO}_4)_2$	Phụ gia thức ăn chăn nuôi
	Axit photphoric	Axit photphoric cấp điện tử	$\text{H}_3\text{PO}_4$ ~61% in $\text{P}_2\text{O}_5$	Chất bán dẫn, màn hình LCD, mạch điện
TPA	Axit photphoric	Axit photphoric cấp thực phẩm Axit photphoric cấp kỹ thuật Axit photphoric nhiệt	$\text{H}_3\text{PO}_4$ ~61% in $\text{P}_2\text{O}_5$	Thuốc diệt cỏ, phụ gia nhựa
WPA	Axit photphoric	Axit photphoric trích ly	$\text{H}_3\text{PO}_4$	Thực phẩm và đồ uống, hoàn thiện kim loại, tinh chế đường, chất tẩy rửa
MGPA	Axit photphorơ	Axit photphoric cấp phân bón Axit photphoric cấp thương mại	$\text{H}_3\text{PO}_3$	Sản xuất phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi
	Photpho	Photpho vàng Photpho trắng	$\text{P}_4$	Phân bón lỏng Sản xuất hợp chất photpho công nghiệp: axit thực phẩm, axit điện tử và khác
	Photpho tricolorua		$\text{PCl}_3$	Sản xuất thuốc trừ sâu, chất chống cháy, chất dẻo
SSP	Supelân đơn		$\text{CaH}_2\text{PO}_4$ , $\text{Ca}(\text{HPO}_4)_2$ , $\text{CaSO}_4$	Phân bón, phân bón đầu vào
TSP	Axit sunfuric Supelân kép		$\text{H}_2\text{SO}_4$ , $\text{CaH}_2\text{PO}_4$ , $\text{Ca}(\text{HPO}_4)_2$ , $\text{CaSO}_4$	Sản xuất phân bón Phân bón, phân bón đầu vào
<b>ETHANOL</b>				
	Ethanol	Cồn	$\text{C}_2\text{H}_5\text{OH}$	Thực phẩm, cồn y tế, xăng
<b>XÚT-CLO</b>				
	Canxi cacbonat	Đá vôi	$\text{CaCO}_3$	Sản xuất VLXD và nhựa
	Canxi hypoclorit	Bột tẩy	$\text{Ca}(\text{ClO})_2$	Tẩy trắng bột giấy, chất tẩy trắng
	Clorua		$\text{Cl}_2$	Sản xuất hợp chất clo Chất khử trùng
PAC	Axit clohydric Polyalumin clorua		$\text{HCl}$ $(\text{Al}_2(\text{OH})_n\text{Cl}_{6-n})_m$	Xử lý nước
PVC	Polyvinyl clorua	Nhựa PVC	$(\text{C}_2\text{H}_3\text{Cl})_n$	Ống, cáp điện, xây dựng
	Natri benzensulfocloramin	Chloramin B	$\text{C}_6\text{H}_5\text{SO}_2\text{NCIN}$ $\text{a.3H}_2\text{O}$	Chất khử trùng
	Natri clorua	Muối công nghiệp	$\text{NaCl}$ >90% in $\text{NaCl}$	Đầu vào điện phân xút-clo
	Natri hydroxit	Xút	$\text{NaOH}$	Giấy, dệt nhuộm, nhôm, xử lý nước...
	Natri hypoclorit & Natri clorua	Thuốc tẩy Nước Javel	$\text{NaClO}$ & $\text{NaCl}$	Tẩy rửa
<b>BOXIT-NHÔM</b>				
	Boxit			Đầu vào cho sản xuất alumina
	Alumina		$\text{Al}_2\text{O}_3$	Đầu vào cho sản xuất nhôm
	Nhôm		$\text{Al}$	Ô tô, năng lượng, lon nước giải khát

Nguồn: Vietcap tổng hợp

## Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu</b>	<b>11.262</b>	<b>13.501</b>	<b>15.994</b>	<b>20.162</b>
Giá vốn hàng bán	-7.709	-9.901	-11.596	-14.621
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.553</b>	<b>3.600</b>	<b>4.398</b>	<b>5.541</b>
Chi phí bán hàng	-382	-535	-650	-840
Chi phí quản lý DN	-172	-243	-291	-371
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>2.998</b>	<b>2.823</b>	<b>3.457</b>	<b>4.331</b>
Thu nhập tài chính	729	867	844	1.022
Chi phí tài chính	-108	-86	-82	-97
Trong đó, chi phí lãi vay	-41	-45	-36	-40
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-13	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>3.606</b>	<b>3.604</b>	<b>4.220</b>	<b>5.255</b>
Thuế TNDN	-417	-259	-370	-545
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>3.189</b>	<b>3.345</b>	<b>3.850</b>	<b>4.710</b>
Lợi ích CĐTS	-164	-167	-192	-236
<b>LNST sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>3.025</b>	<b>3.177</b>	<b>3.657</b>	<b>4.475</b>
<b>LNST sau CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>3.025</b>	<b>3.177</b>	<b>3.244</b>	<b>3.433</b>
EBITDA	3.314	3.353	4.035	4.920
EPS báo cáo, VND	7.487	7.864	9.052	11.075
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	7.487	7.864	7.965	8.332
EPS pha loãng <sup>(1)</sup> , VND	7.487	7.864	9.052	11.075
DPS, VND	3.000	3.000	3.000	3.000
DPS/EPS (%)	40%	38%	33%	27%

<sup>(1)</sup> Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	14,2%	19,9%	18,5%	26,1%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	5,9%	-5,9%	22,5%	25,3%
Tăng trưởng LNTT	6,0%	0,0%	17,1%	24,5%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh*	1,3%	5,0%	1,3%	4,6%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp	31,5%	26,7%	27,5%	27,5%
Biên LN từ HĐKD	26,6%	20,9%	21,6%	21,5%
Biên EBITDA	29,4%	24,8%	25,2%	24,4%
Biên LN ròng, báo cáo	26,9%	23,5%	22,9%	22,2%
ROE	20,8%	19,4%	19,8%	21,1%
ROA	17,1%	16,2%	17,3%	18,3%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	63,1	61,0	55,6	53,8
Số ngày phải thu	35,7	34,0	32,3	31,4
Số ngày phải trả	11,2	11,3	13,7	14,9
TG luân chuyển tiền	87,5	83,7	74,2	70,3
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	4,0	6,2	6,6	6,3
CS thanh toán nhanh	3,5	5,5	5,9	5,6
CS thanh toán tiền mặt	3,2	5,0	5,4	5,1
Nợ/Tài sản	0,1	0,1	0,0	0,0
Nợ/Vốn sử dụng	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ/Vốn CSH	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8
Khả năng thanh toán lãi vay	73,5	63,2	96,8	108,1

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	1.041	474	3.020	6.411
Đầu tư TC ngắn hạn	12.065	12.000	12.000	12.000
Các khoản phải thu	1.220	1.295	1.534	1.933
Hàng tồn kho	1.681	1.628	1.906	2.403
TS ngắn hạn khác	116	93	110	138
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>16.124</b>	<b>15.488</b>	<b>18.569</b>	<b>22.886</b>
TS dài hạn (gộp)	6.231	7.755	7.867	8.008
- Khấu hao lũy kế	-3.189	-3.720	-4.298	-4.887
TS dài hạn (ròng)	3.041	4.035	3.568	3.120
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	385	272	323	407
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>3.427</b>	<b>4.307</b>	<b>3.891</b>	<b>3.527</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>19.550</b>	<b>19.795</b>	<b>22.461</b>	<b>26.413</b>
Phải trả ngắn hạn	204	405	488	746
Nợ ngắn hạn	1.546	1.007	1.033	1.257
Nợ ngắn hạn khác	2.330	1.080	1.280	1.613
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.081</b>	<b>2.492</b>	<b>2.801</b>	<b>3.615</b>
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	64	0	0	0
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>64</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>4.144</b>	<b>2.492</b>	<b>2.801</b>	<b>3.616</b>
CP ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.798	3.798	3.798	3.798
Thặng dư vốn CP	1.787	1.787	1.787	1.787
Lợi nhuận giữ lại	8.523	10.370	12.668	15.735
Vốn khác	952	952	952	952
Lợi ích CĐTS	347	397	455	526
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.406</b>	<b>17.304</b>	<b>19.660</b>	<b>22.797</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>19.550</b>	<b>19.795</b>	<b>22.461</b>	<b>26.413</b>
Số CP lưu hành cuối năm, (tr)	379,8	379,8	379,8	379,8
Số CP quỹ (tr)	0,0	0,0	0,0	0,0

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>116</b>	<b>1.041</b>	<b>474</b>	<b>3.020</b>
Thu nhập ròng	3.025	3.177	3.657	4.475
Khấu hao	315	531	578	589
Thay đổi vốn lưu động	342	-1.046	-252	-334
Điều chỉnh khác	-1.644	-91	-212	-282
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>2.038</b>	<b>2.570</b>	<b>3.771</b>	<b>4.448</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-775	-1.524	-112	-141
Đầu tư	-986	65	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-1.762</b>	<b>-1.459</b>	<b>-112</b>	<b>-141</b>
Cổ tức đã trả	-33	-1.139	-1.139	-1.139
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	682	-539	26	224
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>648</b>	<b>-1.679</b>	<b>-1.113</b>	<b>-916</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>925</b>	<b>-567</b>	<b>2.546</b>	<b>3.391</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.041</b>	<b>474</b>	<b>3.020</b>	<b>6.411</b>

Nguồn: DGC, dự báo của Vietcap. Lưu ý: \*Điều chỉnh theo dự án BDS một lần.

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Nguyễn Thị Ngọc Hân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tinh chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Phường Sài Gòn, TP. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6  
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)  
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)  
+84 28 8882 6868

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Huỳnh Thị Hồng Ngọc,**  
**Trưởng phòng, ext 138**  
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

#### Dầu khí, Điện và Nước

**Đinh Thị Thùy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

**Anthony Le**  
**Giám đốc**  
**Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 525  
anthony.le@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
**Giám đốc điều hành**  
**Phòng Tư Vấn Đầu Tư**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.