

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC)

KHẢ QUAN +18,5%

Ngành	Hóa chất
Ngày báo cáo	20/07/2026
Giá hiện tại	44.800 VND
Giá mục tiêu	52.100 VND
Giá mục tiêu gần nhất	91.200 VND
TL tăng	+16,3%
Lợi suất cổ tức	2,2%
Tổng mức sinh lời	+18,5%

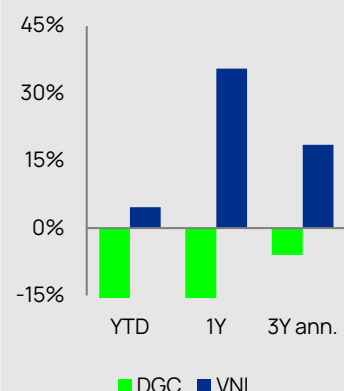
GT vốn hóa	17,0 nghìn tỷ đồng
Room KN	7,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	31,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	380 tr
Pha loãng	380 tr

	DGC	VNI
P/E (trượt)	6,6x	14,8x
P/B (hiện tại)	1,1x	2,1x
ROA	14,0%	15,1%
ROE	17,2%	2,3%

Tổng quan Công ty

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) là nhà sản xuất hóa chất photpho hàng đầu Việt Nam, phục vụ các ứng dụng trong nông nghiệp và điện tử, cùng nhiều lĩnh vực khác. Bên cạnh đó, DGC dự kiến gia nhập mảng hóa chất xút-clo – vốn đóng vai trò quan trọng đối với các hoạt động sản xuất. Công ty cũng đang xin cấp phép để tham gia mảng bauxite-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	10.551	10.616	12.253
% YoY	14%	-6%	1%	15%
LNST sau CBTS (tỷ đồng)	3.025	2.029	2.219	2.811
% YoY	1%	-33%	9%	27%
EPS % YoY	1%	-33%	9%	27%
Biên LN gộp	31,5%	20,3%	22,6%	25,4%
Biên EBITDA	29,4%	19,5%	21,7%	23,8%
Biên LN từ HĐKD	26,6%	14,5%	16,3%	19,1%
Biên LN ròng	26,9%	19,2%	20,9%	22,9%
DTTD/Doanh thu	11%	12%	25%	26%
EV/EBITDA	1,8x	2,9x	2,5x	2,0x
P/E	6,0x	8,9x	8,2x	6,4x
P/B	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x
ROE	20,8%	12,6%	12,6%	14,3%

Việc tạm dừng khai thác mỏ gây áp lực lên biên lợi nhuận; rủi ro pháp lý vẫn còn

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 43% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị xuống KHẢ QUAN (từ MUA) trong bối cảnh giá cổ phiếu CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) đã giảm 35% trong ba tháng qua.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu phản ánh mức điều chỉnh giảm 37% đối với tổng dự báo EBITDA cốt lõi giai đoạn 2026–2027 và mức chiết khấu định giá 15% nhằm phản ánh tình trạng cổ phiếu DGC hiện đang bị hạn chế giao dịch và thuộc diện cảnh báo. Điều này được bù đắp một phần bởi việc cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2027.
- Chúng tôi lần lượt điều chỉnh giảm 36%/39%/37% dự báo LNST sau CBTS các năm 2026/27/28, chủ yếu do (1) loại bỏ hoàn toàn giả định về việc tự chủ nguồn quặng đầu vào, (2) lùi tiến độ vận hành của các dự án xút-clo và bất động sản (BDS), và (3) loại bỏ đóng góp lợi nhuận từ mảng ethanol kể từ năm 2027.
- Chúng tôi loại bỏ hoàn toàn giả định về nguồn quặng tự chủ, từ mức tự chủ 50%/năm trước đó. Chúng tôi lưu ý rằng kết quả điều tra cũng như các tác động liên quan đến các mỏ vẫn đang chờ kết luận của cơ quan chức năng (xem trang 3).
- Chúng tôi lùi thời điểm vận hành thương mại của dự án xút-clo sang quý 1/2027 (từ quý 2/2026), phù hợp với cập nhật mới nhất của công ty về việc dự kiến chạy thử trong quý 4/2026. Chúng tôi điều chỉnh giả định hiệu suất hoạt động lần lượt là 0%/65%/70% (so với mức 65%/90%/90% trước đó) trong các năm 2026/27/28.
- Chúng tôi lùi thời điểm ghi nhận doanh thu mảng BDS sang giai đoạn 2028–29 (từ 2027–28), phản ánh tiến độ phê duyệt đầu tư chậm hơn dự kiến.
- Chúng tôi loại bỏ đóng góp lợi nhuận từ mảng ethanol kể từ năm 2027, theo nghị quyết của DGC về việc chuyển nhượng tài sản nhà máy ethanol, kỳ vọng trong năm 2026. Chúng tôi chưa đưa vào bất kỳ khoản lợi nhuận bất thường tiềm năng nào từ giao dịch này do cần chờ thêm thông tin về giá trị và thời điểm thực hiện.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng biên lợi nhuận gộp của DGC lần lượt xuống 20,3%/22,6%/25,4% trong các năm 2026/27/28 (từ mức 26,7%/27,5%/27,5%), chủ yếu do loại bỏ giả định tự chủ nguồn quặng. Chúng tôi lưu ý rằng biên lợi nhuận năm 2026–2027 của DGC còn chịu áp lực từ việc tăng thuế xuất khẩu P4 mà chúng tôi đã đưa vào Báo cáo Cập nhật trước đó, và được bù đắp một phần bởi đà tăng mạnh hiện tại của giá P4.
- Rủi ro:** Chênh lệch giá thị trường thu hẹp mạnh hơn dự kiến; các dự án bị trì hoãn/loại bỏ; các thay đổi bất lợi đối với chính sách xuất khẩu photpho; các khoản phạt hoặc nghĩa vụ tài chính bổ sung tiềm ẩn liên quan đến cuộc điều tra đang diễn ra.
- Yếu tố hỗ trợ:** 1) Tình trạng hạn chế giao dịch được gỡ bỏ, 2) hoạt động khai thác quặng tự chủ được phục hồi.

Cuộc điều tra hình sự đang diễn ra vẫn là rủi ro chính đối với DGC. DGC đã hoàn tất việc tái cấu trúc HĐQT và công bố báo cáo tài chính (BCTC) đã kiểm toán năm 2025 mà không có thay đổi lớn về lợi nhuận nhưng có hai ý kiến kiểm toán ngoại trừ, tình trạng giao dịch của cổ phiếu trên HOSE vẫn phụ thuộc vào quá trình xem xét của sàn, trong đó khả năng chuyển từ diện hạn chế giao dịch sang một diện ít nghiêm ngặt hơn trong ngắn hạn cao hơn so với việc đưa cổ phiếu trở lại giao dịch bình thường hoàn toàn (xem trang 2). Đáng chú ý, cả hai nguồn quặng apatit tự chủ - vốn cung cấp khoảng 80% lượng quặng đầu vào của DGC và hỗ trợ biên lợi nhuận gộp mangan photpho - vẫn đang bị dừng khai thác trong khi chờ kết luận cuối cùng của cơ quan chức năng. Do đó, DGC hiện đang sử dụng các nguồn quặng mua từ bên thứ ba và quặng nhập khẩu có chi phí cao hơn. Các ẩn số chính bao gồm thời gian dừng khai thác mỏ, lộ trình xử lý của HOSE, các khoản bồi thường/truy thu tiềm ẩn, và bất kỳ khoản phạt nào liên quan đến cuộc điều tra.

Cập nhật về cuộc điều tra hình sự và các tác động

Cuộc điều tra hình sự tiếp diễn trong khi các lãnh đạo cấp cao trước đây bị truy tố

- **Cục Cảnh sát điều tra tội phạm về kinh tế (C03, Bộ Công an) đã xác định các vi phạm nghiêm trọng tại DGC sau quá trình điều tra đối với lĩnh vực khai khoáng và hóa chất.** Theo cơ quan chức năng, các vi phạm bị cáo buộc bao gồm: (1) chôn lấp trái phép hàng triệu tấn chất thải công nghiệp trên diện tích hàng chục hecta tại KCN Tăng Loỏng (Lào Cai); (2) khai thác trái phép hàng trăm nghìn tấn quặng apatit với giá trị ước tính hàng trăm tỷ đồng; và (3) che giấu doanh thu ngoài sổ sách, gây thất thoát thuế.
- **Cơ quan chức năng đã khởi tố vụ án và truy tố 14 cá nhân với ba tội danh: (1) vi phạm quy định về kế toán, (2) khai thác khoáng sản trái phép, và (3) gây ô nhiễm môi trường.** Cựu Chủ tịch Đào Hữu Huyền bị truy tố với cả ba tội danh. Các bị can khác bao gồm cựu Phó Chủ tịch Đào Hữu Duy Anh, các lãnh đạo tài chính cấp cao tại công ty mẹ, và nhân sự quản lý từ DGC Lào Cai, DGC Đắk Nông, cùng công ty con niêm yết PAT. Bảy cá nhân bị tạm giam, trong khi bảy người còn lại được tại ngoại nhưng bị áp dụng lệnh cấm đi khỏi nơi cư trú.
- **Cuộc điều tra vẫn đang tiếp diễn** và cơ quan chức năng chưa công bố kết luận cuối cùng hay bất kỳ khoản phạt tài chính tiềm ẩn nào đối với công ty.

Cơ cấu quản trị doanh nghiệp được tái định hình sau cuộc điều tra, cho thấy ảnh hưởng tiếp tục của gia đình họ Đào đối với công ty

- **Sau khi các cá nhân bị truy tố, DGC đã tổ chức ĐHCĐ bất thường vào ngày 08/05/2026 để tái cấu trúc Hội đồng Quản trị (HĐQT).** Cổ đông đã thông qua việc miễn nhiệm ba thành viên HĐQT bị truy tố và bầu ba thành viên thay thế: (1) ông Đào Hữu Kha, em trai của cựu Chủ tịch Đào Hữu Huyền và là cổ đông nắm giữ 5,97% cổ phần DGC, (2) ông Nguyễn Quốc Trung, Trưởng phòng Dự án của DGC, và (3) ông Phạm Duy Tùng, Tổng Giám đốc CTCP Bất động sản Đức Giang. Sau đó, ông Đào Hữu Kha được bổ nhiệm làm Chủ tịch HĐQT. Nhìn chung, việc tái cấu trúc HĐQT phần lớn duy trì tính liên tục trong ban lãnh đạo, khi các thành viên mới được bầu đều là những lãnh đạo lâu năm trong hệ sinh thái DGC hoặc là các cổ đông lớn hiện hữu, thay vì các nhân sự độc lập bên ngoài.

BCTC kiểm toán năm 2025 được công bố với ý kiến ngoại trừ; HOSE dự kiến sẽ xác định tình trạng giao dịch phù hợp sau đó

- **Cuộc điều tra hình sự đã làm gián đoạn quá trình kiểm toán năm 2025 của DGC** sau khi cơ quan điều tra thu giữ sổ sách kế toán và các tài liệu liên quan, khiến công ty không thể hoàn tất kiểm toán theo quy định đúng thời hạn.
- **Sau việc chậm công bố thông tin, HOSE đã siết chặt các hạn chế giao dịch đối với cổ phiếu.** DGC lần đầu bị đưa vào diện cảnh báo vào ngày 23/04/2026, bị nâng lên diện kiểm soát vào ngày 13/05 sau khi việc chậm nộp vượt quá 30 ngày, và sau đó bị chuyển sang diện hạn chế giao dịch (chỉ giao dịch theo phương thức khớp lệnh định kỳ) vào ngày 19/05 khi việc chậm trễ vượt quá 45 ngày.
- **DGC đã công bố BCTC kiểm toán năm 2025 vào ngày 20/06/2026 với hai ý kiến ngoại trừ, mặc dù kết quả nhìn chung phù hợp với các số liệu trước kiểm toán.** Các ý kiến ngoại trừ liên quan đến: (1) việc UHY không thể tham gia chứng kiến kiểm kê hàng tồn kho cuối năm do được bổ nhiệm sau ngày 31/12/2025; và (2) sự không chắc chắn về các điều chỉnh tiềm ẩn đối với BCTC phát sinh từ cuộc điều tra hình sự đang diễn ra, trong khi chờ kết luận cuối cùng của cơ quan chức năng. Ban lãnh đạo kỳ vọng ý kiến ngoại trừ liên quan đến hàng tồn kho sẽ được giải quyết sau khi thực hiện kiểm kê thực tế mới với UHY tại thời điểm chốt sổ 30/06 hoặc 31/12/2026. Tuy nhiên, ý kiến ngoại trừ liên quan đến cuộc điều tra chưa có lộ trình giải quyết rõ ràng, do phụ thuộc vào việc hoàn tất cuộc điều tra hình sự.

- Sau khi công bố BCTC kiểm toán năm 2025, HOSE đã đưa DGC vào diện cảnh báo kể từ ngày 30/06/2026 do hai ý kiến kiểm toán ngoại trừ. Bên cạnh đó, DGC vẫn thuộc diện hạn chế giao dịch do chậm nộp BCTC kiểm toán năm 2025 quá 45 ngày. Diện hạn chế giao dịch có thể được gỡ bỏ khi vi phạm chậm nộp được khắc phục và DGC tuân thủ nghĩa vụ công bố thông tin trong khoảng thời gian quy định. Tuy nhiên, diện cảnh báo chỉ có thể được gỡ bỏ sau khi BCTC bán niên soát xét hoặc BCTC năm được kiểm toán tiếp theo của DGC nhận được ý kiến chấp nhận toàn phần. Do đó, mặc dù DGC có thể được đưa ra khỏi diện hạn chế giao dịch, việc trở lại giao dịch bình thường hoàn toàn khó có thể xảy ra cho đến khi các ý kiến ngoại trừ của kiểm toán được giải quyết.

Cuộc điều tra dẫn đến việc dừng khai thác các mỏ vốn trước đây cung cấp khoảng 80% tổng lượng quặng đầu vào của DGC

- DGC trước đây có khoảng 80% tổng lượng quặng apatit đầu vào đến từ hai mỏ quặng apatit tự chủ. Bao gồm (1) Khai trường 25, do công ty con của DGC tại Lào Cai trực tiếp vận hành, và (2) Khai trường 19B, nơi DGC ký thỏa thuận bao tiêu toàn bộ độc quyền với CTCP Hóa chất Công nghiệp Lào Cai. Hai nguồn này giúp DGC tiếp cận nguồn quặng apatit có chi phí thấp đáng kể, tạo ra lợi thế chi phí đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành vốn phụ thuộc vào quặng mua theo giá thị trường.
- Khai trường 25 – mỏ vận hành trực tiếp: Vào tháng 11/2020, DGC nhận được giấy phép khai thác sáu năm cho Khai trường 25 tại tỉnh Lào Cai, bắt đầu khai thác từ tháng 3/2021. Mỏ có trữ lượng được phê duyệt khoảng 492 nghìn tấn quặng loại I và 3,17 triệu tấn quặng loại III, tương đương khoảng 1,6 triệu tấn quặng loại I. Trước khi xảy ra cuộc điều tra, DGC đã xin phê duyệt gia hạn giấy phép thêm năm năm.
- Khai trường 19B – thỏa thuận bao tiêu độc quyền: Vào tháng 11/2022, DGC ký thỏa thuận hợp tác và bao tiêu toàn bộ với CTCP Hóa chất Công nghiệp Lào Cai đối với toàn bộ sản lượng của Khai trường 19B, cũng nằm tại tỉnh Lào Cai. Mỏ có trữ lượng được cấp phép 380 nghìn tấn quặng loại I và 4,8 triệu tấn quặng loại III, tương đương 2,0 triệu tấn quặng loại I, theo giấy phép khai thác năm năm. Việc phát triển mỏ bắt đầu từ đầu năm 2023 và được kỳ vọng sẽ củng cố thêm khả năng tự chủ nguồn quặng của DGC.
- Cả hai mỏ hiện đang bị dừng khai thác trong bối cảnh cuộc điều tra hình sự đang diễn ra. DGC tạm thời mất quyền tiếp cận các nguồn quặng tự chủ quan trọng và buộc phải phụ thuộc nhiều hơn vào quặng trong nước từ bên thứ ba và quặng apatit nhập khẩu, trong đó Ai Cập và Pakistan tạm thời trở thành các nguồn nhập khẩu thay thế, theo ban lãnh đạo. Kết quả là điều này làm tăng chi phí đầu vào và gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp mảng photpho của DGC.
- Với việc cả hai nguồn quặng tự chủ đều bị dừng khai thác cũng như tiến độ gia hạn giấy phép khai thác mỏ vẫn chưa rõ ràng, chúng tôi loại bỏ hoàn toàn giả định về khả năng tự chủ nguồn quặng, từ mức 50%/năm trước đó. Điều này phản ánh giả định của chúng tôi rằng các mỏ tự chủ của DGC sẽ tiếp tục bị dừng khai thác trong năm 2026 trong bối cảnh cuộc điều tra đang diễn ra, và không có phê duyệt mở rộng hay mua lại mỏ nào trong vài năm tới.

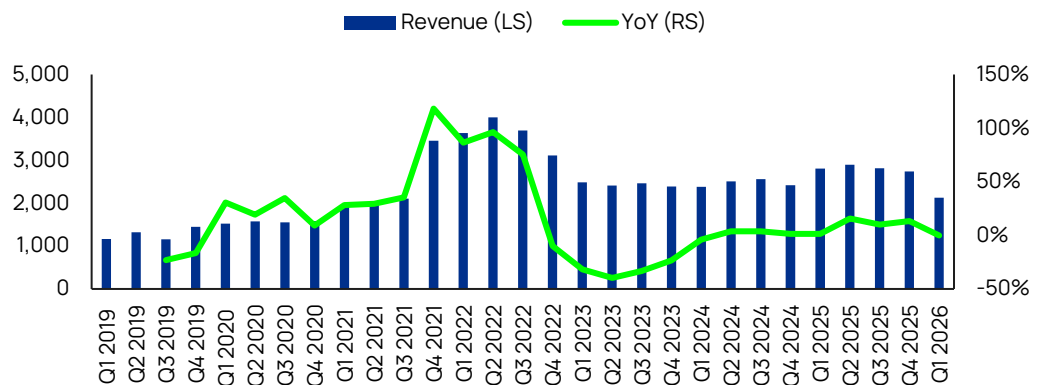
Kế hoạch thoái vốn khỏi nhà máy ethanol tại Đắk Nông

Vào ngày 09/06/2026, DGC công bố Nghị quyết HĐQT số 16/2026 thông qua chủ trương chuyển nhượng nhà máy ethanol Đức Giang, tài sản thuộc sở hữu của công ty con Đức Giang Đắk Nông. HĐQT ủy quyền cho Chủ tịch và ban lãnh đạo công ty con tìm kiếm bên mua tiềm năng, đàm phán các điều khoản giao dịch, xác định giá trị chuyển nhượng và thực hiện thương vụ. Việc chuyển nhượng dự kiến hoàn tất trong năm 2026. Tuy nhiên, thời điểm giao dịch vẫn chưa chắc chắn, do đó chúng tôi giữ nguyên dự báo ethanol năm 2026 trong khi loại bỏ đóng góp của mảng ethanol kể từ năm 2027, làm giảm lần lượt 205 tỷ đồng/270 tỷ đồng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027/28. Chúng tôi chưa đưa vào bất kỳ khoản lãi/lỗ bất thường tiềm năng nào từ việc thoái vốn, trong khi chờ thêm chi tiết về định giá và thời điểm thực hiện.

Trước đó, DGC đã mua lại nhà máy ethanol Đại Việt trước đây vào đầu năm 2024 với giá 253 tỷ đồng. Nhà máy có công suất ethanol hàng năm 50 nghìn tấn và đã hoạt động trở lại vào cuối năm 2024 sau khi được mua lại. Sau đó, DGC đầu tư khoảng 125 tỷ đồng trong giai đoạn 2024–2025 để nâng độ tinh khiết của ethanol từ 95% lên 99%. Ban lãnh đạo trước đây từng đề cập khả năng mở rộng công suất lên 150 nghìn tấn/năm, được hỗ trợ bởi nguồn nguyên liệu thuận lợi và nhu cầu trong nước.

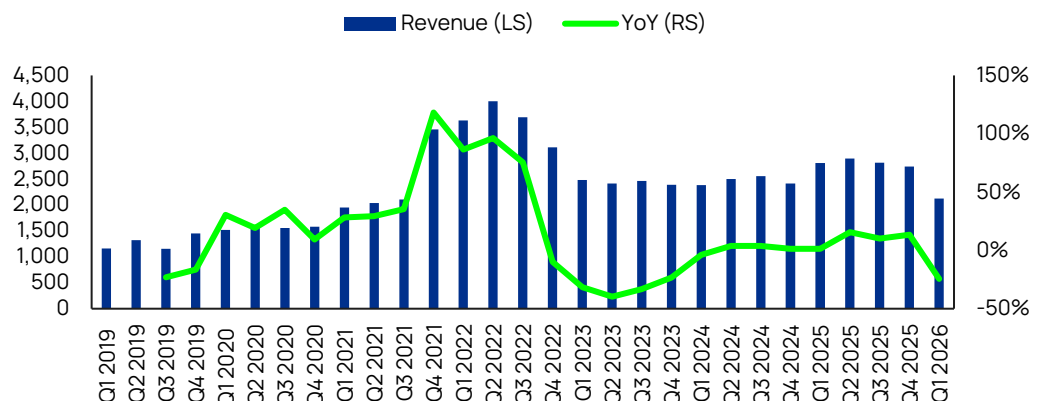
Chúng tôi đánh giá kế hoạch thoái vốn này là một phần trong chiến lược tinh gọn các tài sản ngoài cốt lõi của ban lãnh đạo. Ở mức hoạt động tối đa, ban lãnh đạo ước tính nhà máy có thể tạo ra 1,5 nghìn tỷ đồng doanh thu (1,3 nghìn tỷ đồng từ ethanol, 200 tỷ đồng từ sản phẩm phụ) và LNST 200 tỷ đồng–300 tỷ đồng. Trong năm 2025, ethanol đóng góp chưa đến 2% doanh thu tập đoàn. Các chi tiết quan trọng bao gồm danh tính bên mua, giá trị giao dịch, lãi/lỗ từ việc thoái vốn và thời điểm thực hiện vẫn chưa được công bố, trong khi chờ đánh giá đầy đủ hơn.

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



Nguồn: DGC, Vietcap

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



Nguồn: DGC, Vietcap

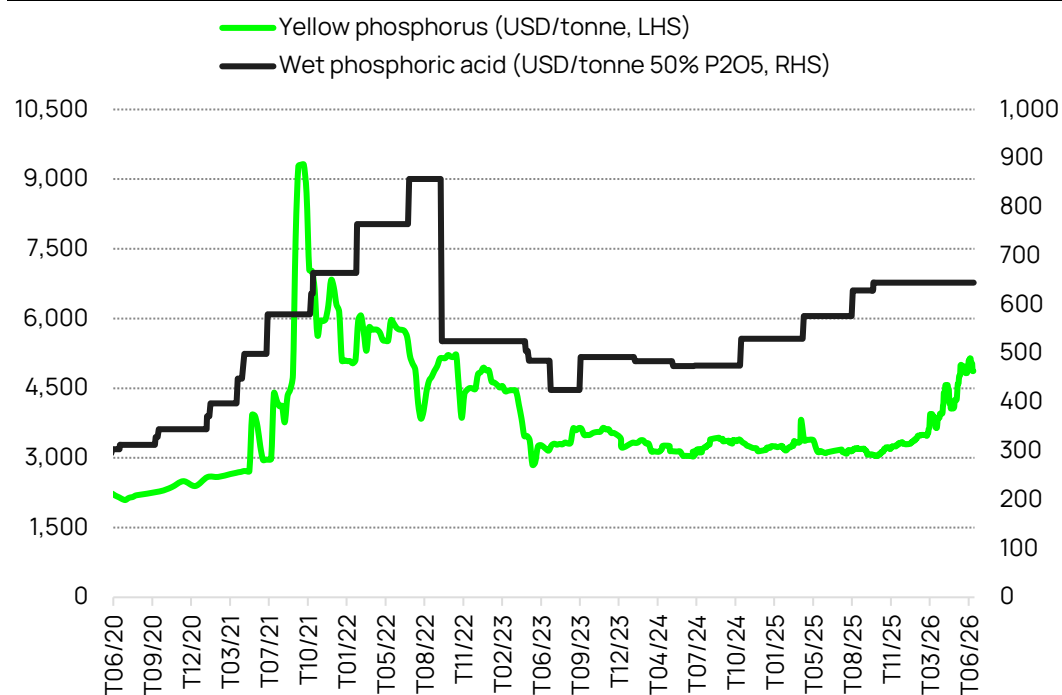
Triển vọng năm 2026: Biên lợi nhuận gộp thu hẹp do thuế xuất khẩu P4 tăng và việc tạm dừng khai thác mỏ; nhà máy xút-clo lùi sang năm 2027

Hình 3: Dự báo năm 2026 của Vietcap

tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu	11.262	10.551	-6%	13.501	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu, chủ yếu phản ánh kết quả quý 1 yếu do việc dừng máy bảo dưỡng một tháng đối với hoạt động sản xuất axit và phân bón.
- Hóa chất photpho công nghiệp**	6.739	5.989	-11%	7.009	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 15% dự báo sản lượng bán photpho xuống 58 nghìn tấn (-11% YoY) do kết quả quý 1 yếu. * Điều này được bù đắp một phần bởi mức tăng 2% trong dự báo giá bán trung bình lên 102 triệu đồng/tấn (gần như đi ngang so với cùng kỳ), phản ánh diễn biến giá thị trường mạnh hơn dự kiến, giúp bù đắp cho việc thuế xuất khẩu P4 tăng YoY lên 10% (từ mức 5% trong năm 2025). * Trong quý 1/2026, giá bán trung bình P4 của DGC đạt 4.350 USD/tấn (+5,3% YoY; +4,4% QoQ).
- Phân bón photphat	N.A	3.179	N.M	3.728	* Thấp hơn do kết quả quý 1 thấp hơn dự kiến.
- Nhà máy ethanol	N.A	1.028	N.M	1.028	* Phản ánh giả định không đổi của chúng tôi về hiệu suất hoạt động năm 2026 là 75% và giá bán trung bình 18 triệu đồng/tấn. * Lưu ý, chúng tôi loại bỏ đóng góp của nhà máy ethanol kể từ năm 2027, phù hợp với nghị quyết của công ty.
- Xút-clo	0	0	N.M	1.129	* Chúng tôi lùi dự báo về lộ trình vận hành mảng xút-clo sang năm 2027, sau khi ban lãnh đạo cập nhật hướng dẫn rằng hoạt động chạy thử dự kiến bắt đầu vào quý 4/2026.
- Khác	N.A	356	-5%	606	
Giá vốn hàng bán	-7.709	-8.410	9%	-9.901	
Lợi nhuận gộp	3.553	2.141	-40%	3.600	
EBIT	2.998	1.527	-49%	2.823	
LNTT	3.606	2.302	-36%	3.604	
LNST sau CĐTS	3.025	2.029	-33%	3.177	
EBITDA	3.314	2.056	-38%	3.353	
Biên lợi nhuận					
Biên LN gộp	31,5%	20,3%		26,7%	* Chúng tôi loại bỏ toàn bộ giả định về tự chủ nguồn quặng cho giai đoạn 2026-28, giả định các mỏ của DGC vẫn bị dừng khai thác trong suốt giai đoạn 2026-28, và dự kiến không có phê duyệt mở rộng hay mua lại mỏ nào trong vài năm tới.
SG&A trên doanh thu	4,9%	5,8%		5,8%	
Biên EBIT	26,6%	14,5%		20,9%	
Biên EBITDA	29,4%	19,5%		24,8%	
Biên LNST sau CĐTS	26,9%	19,2%		23,5%	

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: * Chúng tôi sử dụng hàm lượng photpho làm thước đo cho sản lượng bán; ** số liệu cơ cấu năm 2025 là ước tính của Vietcap.

Hình 4: 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 do Trung Quốc duy trì hạn ngạch và thuế xuất khẩu nghiêm ngặt đối với photpho vàng)

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp EV/EBITDA để định giá mảng kinh doanh cốt lõi của DGC, trong khi sử dụng phương pháp CKDT (chiết khấu dòng tiền) để định giá 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 5,5 lần (từ mức 6,5 lần trong dự báo trước đây). Hệ số thấp hơn phản ánh giả định của chúng tôi rằng DGC sẽ mua 100% quỹ đất thị trường, nơi giá cao hơn đáng kể so với chi phí quỹ đất tự chủ. Điều này được cho là sẽ làm suy yếu một trong những lợi thế cạnh tranh chính của công ty, qua đó làm giảm khả năng dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 15% vào định giá nhằm phản ánh việc cổ phiếu bị đưa vào diện hạn chế giao dịch và diện cảnh báo của HOSE.

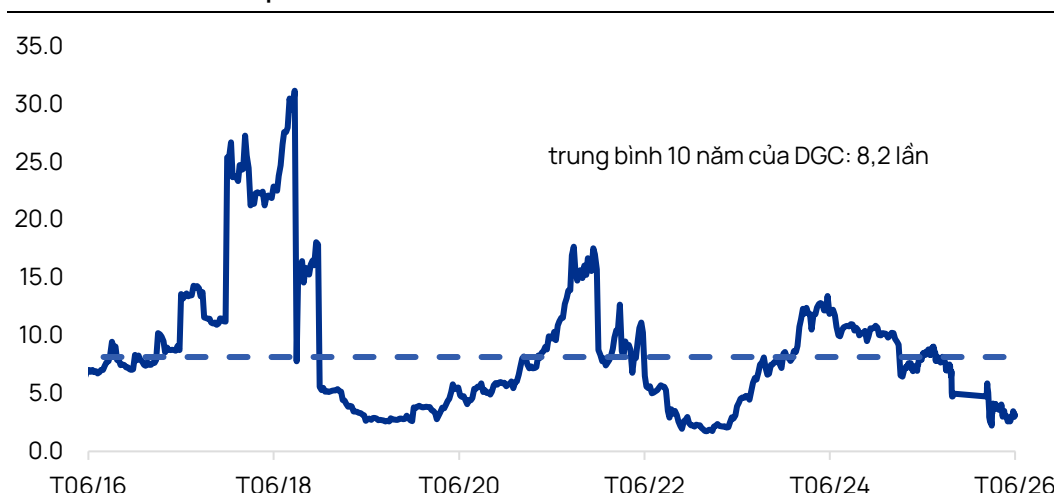
DGC hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2026/2027 lần lượt là 2,9/2,5, tương ứng mức chiết khấu lần lượt 65%/69% so với hệ số trung bình 10 năm là 8,2 lần của công ty. Định giá hiện tại dường như đã phần lớn phản ánh áp lực biên lợi nhuận do chi phí đầu vào cũng như rủi ro từ cuộc điều tra tác động lên tâm lý nhà đầu tư.

Hình 5: Tóm tắt định giá của Vietcap cho DGC

tỷ đồng	
EV/EBITDA mục tiêu cho EBITDA cốt lõi của DGC	5,5x
EBITDA cốt lõi trung bình 2026F-27F của DGC	2.182
Giá trị doanh nghiệp của mảng kinh doanh cốt lõi của DGC	12.000
Cộng tiền mặt ròng hiện có	10.084
Giá trị vốn chủ sở hữu của mảng kinh doanh cốt lõi của DGC	22.084
Bất động sản	1.218
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu	23.302
Chiết khấu 15%	3.495
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu sau chiết khấu	19.807
Số lượng cổ phiếu (triệu)	379,8
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	52.100
EV/EBITDA năm 2025/2026/2027 tại giá mục tiêu	3,6x/5,8x/5,2x
P/E năm 2025/2026/2027 tương ứng tại giá mục tiêu	7,0x/10,4x/9,5x

Nguồn: Vietcap

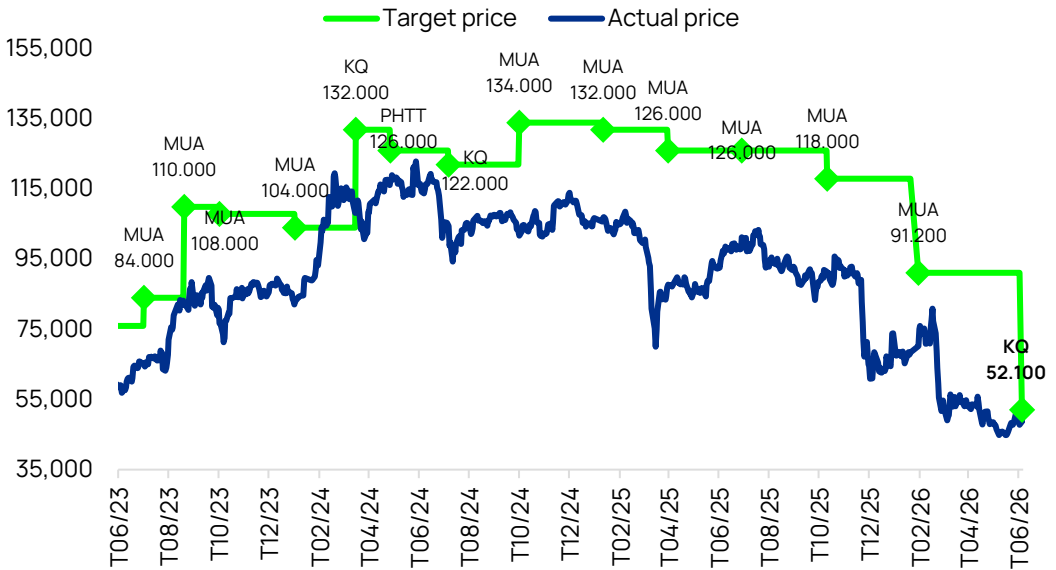
Hình 6: EV/EBITDA trượt của DGC



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

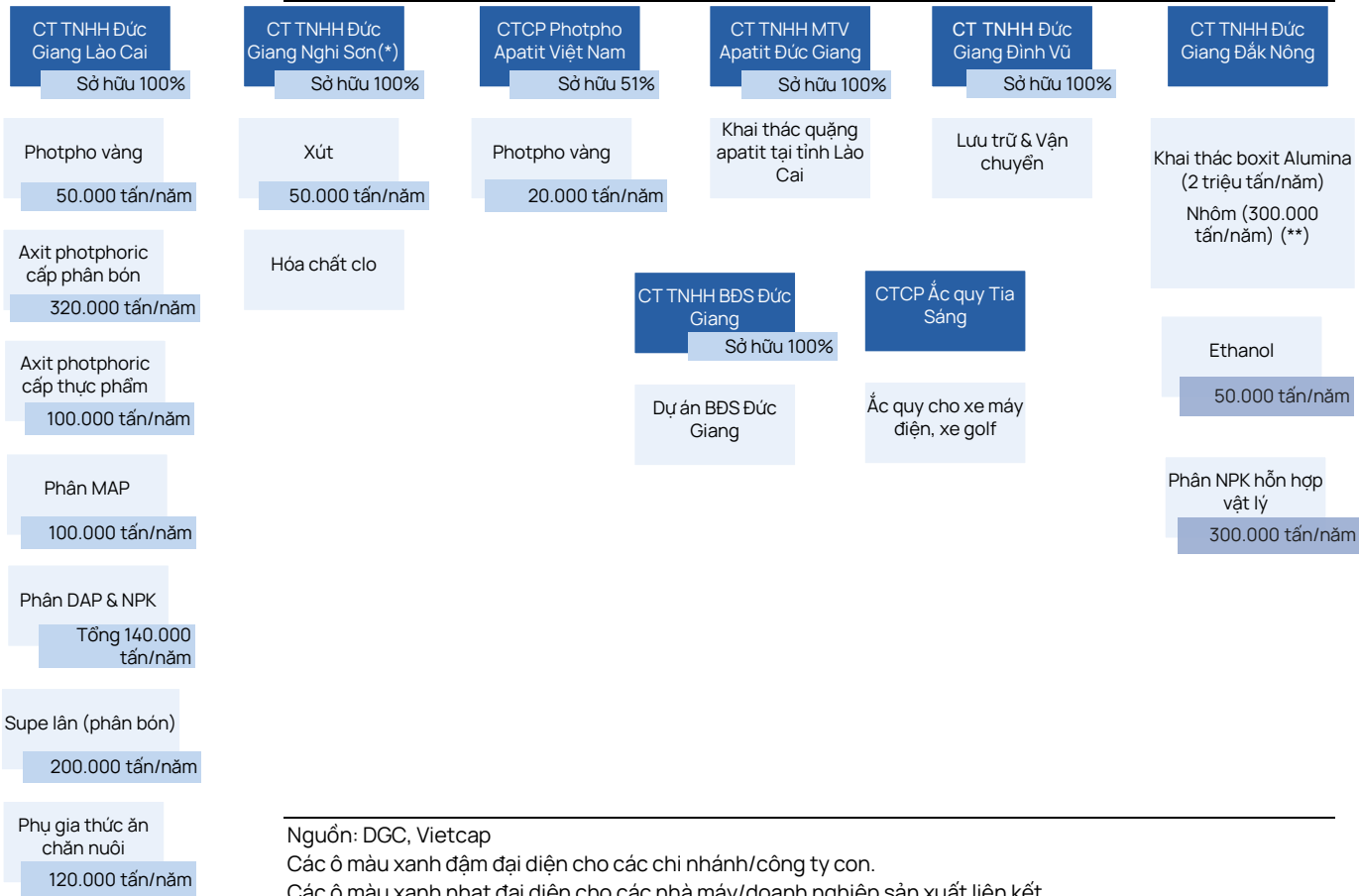
Hình 7: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu trong quá khứ (đồng, đã điều chỉnh theo các đợt chia tách cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

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

Hình 8: Cơ cấu doanh nghiệp của DGC



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 các nhà máy/doanh nghiệp sản xuất liên kết.

(*) Công suất dự kiến cho năm 2025 theo dự báo của chúng tôi; cơ sở sản xuất đang trong quá trình xây dựng.

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

Chú giải

Từ viết tắt	Tên kỹ thuật	Tên thông thường	Công thức hóa học	Ứng dụng đáng chú ý
	PHOTPHO			
DAP	Photphat		$(\text{NH}_4)_2\text{HPO}_4$	Phân bón, phân bón đầu vào
DCP	Dicanxi photphat		CaHPO_4	Phụ gia thức ăn chăn nuôi
LFP	Liti sắt photphat		LiFePO_4	Cực âm của pin EV
	Liti hexafluorophosphate		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	H_3PO_4 ~61% in P_2O_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	H_3PO_4 ~61% in P_2O_5	Thuốc diệt cỏ, phụ gia nhựa
WPA	Axit photphoric	Axit photphoric trích ly	H_3PO_4	Thực phẩm và đồ uống, hoàn thiện kim loại, tinh chế đường, chất tẩy rửa
MGPA		Axit photphoric cấp phân bón Axit photphoric cấp thương mại	~50% in P_2O_5	
	Axit photphorơ		H_3PO_3	Sản xuất phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi
	Photpho	Photpho vàng	P_4	Phân bón lỏng
	Photpho tricolorua	Photpho trắng	PCl_3	Sản xuất hợp chất photpho công nghiệp: axit thực phẩm, axit điện tử và khác
SSP	Supe lân đơn		CaH_2PO_4 , $\text{Ca}(\text{HPO}_4)_2$, CaSO_4	Sản xuất thuốc trừ sâu, chất chống cháy, chất dẻo
				Phân bón, phân bón đầu vào
TSP	Axit sunfuric		H_2SO_4	Sản xuất phân bón
	Supe lân kép		CaH_2PO_4 , $\text{Ca}(\text{HPO}_4)_2$, CaSO_4	Phân bón, phân bón đầu vào
	ETHANOL			
	Ethanol	Cồn	$\text{C}_2\text{H}_5\text{OH}$	Thực phẩm, cồn y tế, xăng
	XÚT-CLO			
	Canxi cacbonat	Đá vôi	CaCO_3	Sản xuất VLXD và nhựa
	Canxi hypoclorit	Bột tẩy	$\text{Ca}(\text{ClO})_2$	Tẩy trắng bột giấy, chất tẩy trắng
	Clo		Cl_2	Sản xuất hợp chất clo
				Chất khử trùng
PAC	Axit clohydric		HCl	
	Polyalumin clorua		$(\text{Al}_2(\text{OH})_n\text{Cl}_{6-n})_m$	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	NaCl > 90% in NaCl	Đầu vào điện phân xút-clo
	Natri hydroxit	Xút	NaOH	Giấy, dệt nhuộm, nhôm, xử lý nước...
	Natri hypoclorit & Natri clorua	Thuốc tẩy Nước Javel	NaClO & NaCl	Tẩy rửa
	BOXIT-NHÔM			
	Boxit			Đầu vào cho sản xuất alumina
	Alumina		Al_2O_3	Đầu vào cho sản xuất nhôm
	Nhôm		Al	Ô tô, năng lượng, lon nước giải khát

Nguồn: Vietcap tổng hợp

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	11.262	10.551	10.616	12.253
Giá vốn hàng bán	-7.709	-8.410	-8.218	-9.135
Lợi nhuận gộp	3.553	2.141	2.399	3.118
Chi phí bán hàng	-382	-436	-486	-568
Chi phí quản lý DN	-172	-178	-179	-210
LN từ HĐKD	2.998	1.527	1.734	2.340
Thu nhập tài chính	729	850	841	981
Chi phí tài chính	-108	-75	-58	-61
Trong đó, chi phí lãi vay	-41	-41	-27	-26
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-13	0	0	0
LNTT	3.606	2.302	2.517	3.260
Thuế TNDN	-417	-166	-181	-301
LNST trước CĐTS	3.189	2.136	2.336	2.959
Lợi ích CĐTS	-164	-107	-117	-148
LNST sau CĐTS, báo cáo	3.025	2.029	2.219	2.811
LNST sau CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	3.025	2.029	2.219	2.399
EBITDA	3.314	2.056	2.308	2.921
EPS báo cáo, VND	7.487	5.022	5.492	6.958
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	7.487	5.022	5.492	5.871
EPS pha loãng ⁽¹⁾ , VND	7.487	5.022	5.492	6.958
DPS, VND	3.000	1.000	1.000	1.000
DPS/EPS (%)	40%	20%	18%	14%
⁽¹⁾ Điều chỉnh cho các khoản bất thường				

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	14,2%	-6,3%	0,6%	15,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	5,9%	-49,1%	13,5%	35,0%
Tăng trưởng LNTT	6,0%	-36,2%	9,3%	29,5%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh*	1,3%	-32,9%	9,3%	6,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	31,5%	20,3%	22,6%	25,4%
Biên LN từ HĐKD	26,6%	14,5%	16,3%	19,1%
Biên EBITDA	29,4%	19,5%	21,7%	23,8%
Biên LN ròng, báo cáo	26,9%	19,2%	20,9%	22,9%
ROE	20,8%	12,6%	12,6%	14,3%
ROA	17,1%	10,4%	10,8%	12,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	63,1	66,5	60,7	57,0
Số ngày phải thu	35,7	38,6	34,9	32,7
Số ngày phải trả	11,2	12,1	14,9	15,6
TG luân chuyển tiền	87,5	93,0	80,7	74,0
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	4,0	5,2	6,2	6,3
CS thanh toán nhanh	3,5	4,7	5,7	5,8
CS thanh toán tiền mặt	3,2	4,4	5,3	5,4
Nợ/Tài sản	0,1	0,0	0,0	0,0
Nợ/Vốn sử dụng	0,1	0,0	0,0	0,0
Nợ/Vốn CSH	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8
Khả năng thanh toán lãi vay	73,5	36,8	64,5	89,9

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	1.041	956	2.121	4.036
Đầu tư TC ngắn hạn	12.065	12.000	13.000	14.000
Các khoản phải thu	1.220	1.012	1.018	1.175
Hàng tồn kho	1.681	1.382	1.351	1.502
TS ngắn hạn khác	116	72	73	84
Tổng TS ngắn hạn	16.124	15.423	17.563	20.797
TS dài hạn (gộp)	6.231	7.734	7.808	7.894
- Khấu hao lũy kế	-3.189	-3.718	-4.292	-4.872
TS dài hạn (ròng)	3.041	4.016	3.516	3.022
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	385	213	214	247
Tổng TS dài hạn	3.427	4.229	3.731	3.269
Tổng Tài sản	19.550	19.651	21.294	24.066
Phải trả ngắn hạn	204	333	336	458
Nợ ngắn hạn	1.546	824	711	777
Nợ ngắn hạn khác	2.330	1.794	1.805	2.083
Tổng nợ ngắn hạn	4.081	2.951	2.853	3.317
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	64	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	64	0	0	0
Tổng nợ	4.144	2.952	2.853	3.318
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	9.785	11.491	13.753
Vốn khác	952	952	952	952
Lợi ích CĐTS	347	379	414	458
Vốn chủ sở hữu	15.406	16.700	18.441	20.748
Tổng cộng nguồn vốn	19.550	19.651	21.294	24.066
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
Tiền đầu năm	116	1.041	956	2.121
Thu nhập ròng	3.025	2.029	2.219	2.811
Khấu hao	315	529	574	580
Thay đổi vốn lưu động	342	144	39	81
Điều chỉnh khác	-1.644	19	-99	-157
Tiền từ hoạt động KD	2.038	2.721	2.732	3.315
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-775	-1.503	-74	-86
Đầu tư	-986	65	-1.000	-1.000
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.762	-1.438	-1.074	-1.086
Cổ tức đã trả	-33	-646	-380	-380
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	682	-722	-113	65
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	648	-1.368	-493	-315
Tổng lưu chuyển tiền tệ	925	-84	1.165	1.915
Tiền cuối năm	1.041	956	2.121	4.036

Nguồn: DGC, dự báo của Vietcap (Lưu ý: *Điều chỉnh cho dự án bất động sản 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, tính 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, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vĩnh, 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 Thủy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, 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.