

Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ135,100
Tiềm năng tăng/giảm: 17.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/11/2024)	115,200
Mã Bloomberg	DGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	88,000-131,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	113,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	43,751
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,727
Slg CP lưu hành (tr.đv)	380
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	186
Slg CP NN được mua (tr.đv)	118
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.0%
Tỷ lệ freefloat	60.9%
Cổ đông lớn	Đào Hữu Huyền (18.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.26)	8.17	28.0
So với chỉ số	3.70	4.40	8.30
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	7,840	8,536	(8.2)
2025F	9,227	11,053	(16.5)
2026F	10,514	13,952	(24.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DGC là doanh nghiệp sản xuất và xuất khẩu hàng đầu sản phẩm có gốc photpho tại Việt Nam, bao gồm photpho vàng, axit photphoric, phân bón và phụ gia TACN. Công ty cũng đang mở rộng hoạt động của mình sang sản phẩm như xút, clo, etc bên cạnh các sản phẩm lâu đời của công ty như bột giặt.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Văn Nguyễn Minh Đức

Chuyên Viên, Ngành Công Nghiệp
duc.vnm@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 5554

Chu kỳ lợi nhuận mới cận kề; khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng

- HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với DGC với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 135.100đ, tiềm năng tăng giá 17%. DGC là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất các sản phẩm từ photpho như photpho vàng (P4) và axit photphoric tại Việt Nam.
- Nhu cầu về các sản phẩm từ photpho dự kiến sẽ tăng trưởng nhờ nhu cầu ngày càng tăng đối với chất bán dẫn và xe điện. Cho giai đoạn 2024-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 16% sau khi đi ngang trong năm 2024.
- DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần; so với bình quân 3 năm ở mức 8,7 lần. Với vị thế vững chắc là nhà xuất khẩu P4 hàng đầu châu Á, DGC có lợi thế lớn để tận dụng sự phát triển ngành công nghiệp bán dẫn.

Doanh nghiệp hóa chất hàng đầu tại Việt Nam với triển vọng tích cực

Thành lập năm 1963, DGC chuyên sản xuất và xuất khẩu các sản phẩm từ photpho bao gồm photpho vàng, axit photphoric, phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi. Khởi đầu là một doanh nghiệp nhà nước, DGC được cổ phần hóa vào năm 2004, niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) vào năm 2014 và sau đó chuyển sang Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HSX) vào năm 2020. DGC đã trở thành doanh nghiệp hóa chất hàng đầu tại Việt Nam, hoạt động tích cực trong toàn bộ chuỗi giá trị photpho. Vốn hóa thị trường của DGC là 1,7 tỷ USD; theo đó, đây là một trong 30 công ty lớn nhất trên HSX.

Bước vào giai đoạn tăng trưởng mới

DGC ghi nhận mức lợi nhuận kỷ lục trong năm 2022, nhờ giá P4 tăng mạnh. Kể từ đó, lợi nhuận đã suy yếu, giảm 44% trong năm 2023 và lợi nhuận thuần nhiều khả năng sẽ đi ngang trong năm 2024. Tuy nhiên, HSC nhận thấy lợi nhuận sẽ cải thiện đáng kể từ Q4/2024 nhờ nhu cầu/giá P4 phục hồi, trong khi các gói kích thích kinh tế ở Trung Quốc cùng với triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ ở khu vực châu Á (đặc biệt là Nhật Bản/Hàn Quốc) sẽ tiếp tục thúc đẩy KQKD của DGC trong dài hạn. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 2 năm đạt 16% nhờ các sản phẩm từ photpho và các dự án mới, chẳng hạn như dự án Ethanol và dự án Nghi Sơn.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 3 tháng qua và 28% trong 1 năm qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần (P/E dự phóng năm 2025 là 12,5 lần), cao hơn bình quân 3 năm ở mức 8,7 lần nhưng P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn nhiều so với trung vị của các công ty cùng ngành ở mức 16,3 lần. Tại giá mục tiêu 135.100đ, tiềm năng tăng giá là 17% và P/E dự phóng năm 2025 là 14,6 lần. HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với DGC.

Với kế hoạch đầy tham vọng của Chính phủ là định vị Việt Nam trở thành trung tâm bán dẫn toàn cầu, DGC có vị thế tốt để hưởng lợi nhờ chuyên môn về các sản phẩm từ photpho, bao gồm P4. Rủi ro giảm giá liên quan đến khả năng thị trường bán dẫn toàn cầu yếu hơn dự kiến và việc hết hạn giấy phép khai thác mỏ. HSC cũng nhận thấy các tiềm năng tăng giá, đáng chú ý là dự thảo chuyển phân bón từ diện không chịu thuế GTGT sang diện chịu thuế GTGT với thuế suất 5%, nếu được phê duyệt, sẽ giúp lợi nhuận của DGC tăng thêm 3%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 13/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,283	3,204	3,423	4,032	4,655
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	5,565	3,100	3,125	3,678	4,189
EPS ĐC (đồng)	14,309	7,294	7,840	9,227	10,514
DPS (đồng)	4,000	3,000	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	27,519	30,826	35,616	41,816	49,296
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.79	13.7	12.9	11.0	9.40
P/E ĐC (lần)	8.05	15.8	14.7	12.5	11.0
Lợi suất cổ tức (%)	3.47	2.60	2.60	2.60	2.60
P/B (lần)	4.19	3.74	3.23	2.75	2.34
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	4.43	(49.0)	7.48	17.7	14.0
ROAE (%)	67.3	28.0	24.8	25.0	24.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mục lục

Sẵn sàng tận dụng đà tăng trưởng mới	3
Triển vọng tươi sáng cho năm 2025-2026 và cả cho dài hạn	3
Tổng quan doanh nghiệp	5
Bối cảnh và các cột mốc phát triển chính	5
Cơ cấu cổ đông	5
Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp	6
Tổng quan về ngành và vị thế của DGC	9
Chuỗi giá trị phốt pho	9
Các dự án mới của DGC: Thông tin chi tiết	25
Dự án ethanol tại Đắk Nông	25
Dự án Nghi Sơn	25
Dự án nhôm: Lộ trình vẫn chưa xác định	29
Dự án BĐS Đức Giang Residence	31
Tình hình tài chính của DGC: Góc nhìn cận cảnh	34
Đánh giá các chỉ số tài chính chủ chốt	34
Các động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của DGC	36
Bảng CĐKT lành mạnh của DGC sẽ hỗ trợ việc mở rộng trong tương lai	40
Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026	41
Dự báo lợi nhuận cho năm 2024	41
Dự báo lợi nhuận năm 2025-2026	41
Định giá và khuyến nghị	46
Phương pháp định giá	46
Bối cảnh định giá	47
Rủi ro đối với luận điểm đầu tư của HSC	48

Sẵn sàng tận dụng đà tăng trưởng mới

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với DGC với giá mục tiêu 135.100đ (tiềm năng tăng giá 17%). Với vị thế vững chắc là nhà xuất khẩu P4 hàng đầu châu Á cùng với kế hoạch đầy tham vọng của Chính phủ là định vị Việt Nam trở thành trung tâm bán dẫn toàn cầu, DGC có vị thế tốt để phát triển mạnh mẽ nhờ chuyên môn về các sản phẩm từ phốt pho, bao gồm P4. Trong khi đó, việc mở rộng sang các phân khúc hóa chất mới của công ty mang đến động lực tăng trưởng mới. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 2 năm đạt 15,8%. DGC phù hợp với các NĐT dài hạn và là một lựa chọn đa dạng để tận dụng đà tăng trưởng của Việt Nam.

Triển vọng tươi sáng cho năm 2025-2026 và cả cho dài hạn

DGC, tập đoàn hóa chất hàng đầu của Việt Nam, có vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng nhu cầu ngày càng tăng từ ngành công nghiệp bán dẫn và pin xe điện. DGC hiện có vị thế rất vững chắc trong mảng P4 – chiếm khoảng 50% lượng xuất khẩu P4 của Việt Nam trong năm 2023 – điều này giúp tập đoàn có vị thế tốt trong trung hạn. Trong khi đó, tập đoàn cũng đang bắt tay vào một số dự án để mở rộng sang các lĩnh vực trọng điểm, bao gồm ethanol và xút – đây là những dấu hiệu rất tích cực cho tăng trưởng dài hạn.

Lợi nhuận của DGC đạt mức kỷ lục trong năm 2022, nhờ giá P4 tăng mạnh. Kể từ đó, lợi nhuận đã suy yếu, giảm 44% trong năm 2023 và dự kiến sẽ đi ngang trong năm 2024. HSC dự báo lợi nhuận sẽ tăng trở lại từ Q4/2024, nhờ nhu cầu và giá P4 phục hồi. Các gói kích thích kinh tế ở Trung Quốc cùng với triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ ở các khu vực châu Á, nhất là ở Nhật Bản và Hàn Quốc, sẽ tiếp tục thúc đẩy KQKD của DGC. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 2 năm đạt 16% cho giai đoạn 2024-2027, nhờ các sản phẩm từ phốt pho và các dự án mới.

Tóm tắt những điểm nổi bật trong luận điểm đầu tư đối với DGC

- **Vị thế dẫn đầu toàn cầu:** DGC là nhà xuất khẩu phốt pho vàng hàng đầu thế giới, một nguyên liệu quan trọng cho ngành công nghiệp bán dẫn, thực phẩm và đồ uống.
- **Chuỗi giá trị tích hợp theo chiều dọc:** Chuỗi giá trị đầy đủ các khâu cho các sản phẩm từ phốt pho giúp củng cố vị thế dẫn đầu của Công ty trong ngành hóa chất Việt Nam. DGC cũng đang mở rộng sang các lĩnh vực mới như xút và các sản phẩm gốc clo.
- **Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ:** Cho giai đoạn 2024-2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 15,8%, cùng với bảng CĐKT rất lành mạnh và dòng tiền mạnh.
- **BLĐ mạnh mẽ và lực lượng lao động tận tụy:** DGC được hưởng lợi từ đội ngũ lãnh đạo mạnh mẽ và lực lượng lao động có tinh thần cam kết cao.
- **Định giá hấp dẫn:** DGC đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 12,5 lần, thấp hơn nhiều so với P/E trung vị của các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 16,3 lần. Công ty cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần, cũng cao hơn đáng kể 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 8,7 lần; tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy có nhiều khả năng DGC được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng trong trung hạn và dài hạn.

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với DGC với giá mục tiêu 135.100đ (tiềm năng tăng giá 17%).

Rủi ro đối với khuyến nghị đầu tư của chúng tôi

Các rủi ro giảm giá gồm:

- Chi phí điện tăng cao hơn dự kiến.
- Rủi ro trong việc triển khai các dự án mới.
- Công ty không thể gia hạn giấy phép khai thác mỏ hiện có hoặc không thể mở khai trường mới.

- Rủi ro về mặt môi trường.

Tiềm năng tăng giá gồm:

- Nhu cầu P4 tăng do ngành công nghiệp bán dẫn toàn cầu phục hồi mạnh mẽ hơn.
- Dự án BĐS được thực hiện thành công, mang lại tiềm năng tăng giá trong dài hạn.
- Dự thảo chuyển các sản phẩm phân bón từ diện không chịu thuế GTGT sang diện chịu thuế GTGT với thuế suất 5%, nếu được phê duyệt, sẽ giúp lợi nhuận thuần hằng năm của DGC tăng thêm khoảng 3%.
- Đồng USD mạnh lên so với VND hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận.

Tổng quan doanh nghiệp

Ban đầu được thành lập với tư cách là một doanh nghiệp nhà nước, DGC đã chuyển đổi sang mô hình CTCP và từ đó nổi lên như một công ty thống trị thị trường photpho vàng, chiếm 50% thị phần trong năm 2023. Động lực tăng trưởng doanh thu chính của công ty là thị trường xuất khẩu, đóng góp 78% vào doanh thu năm 2023 của các sản phẩm chính như photpho vàng và axit photphoric (cả axit photphoric nhiệt (TPA) và axit photphoric trích ly (WPA)). Ở thị trường nội địa, DGC chủ yếu phục vụ cho ngành phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi.

Bối cảnh và các cột mốc phát triển chính

Thành lập vào năm 1963 với tư cách là một doanh nghiệp nhà nước, DGC đã cổ phần hóa vào năm 2004 và kể từ đó đã mở rộng thông qua việc thành lập nhiều công ty con. Năm 2014, Công ty được niêm yết lần đầu trên sàn HNX.

Một số bước phát triển và cột mốc quan trọng của Công ty như sau:

- Năm 2018, DGC mua lại 51% cổ phần của CTCP Photpho Apatit Việt Nam (PAT; chưa khuyến nghị), nâng công suất sản xuất P4 thêm 20.000 tấn mỗi năm lên mức 60.000 tấn mỗi năm.
- Năm 2020, cổ phiếu của Công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chính, HSX.
- Tháng 3/2023, DGC mở rộng danh mục đầu tư với việc mua lại 51% cổ phần của CTCP Ác quy Tia Sáng (TSB; chưa khuyến nghị).
- Tháng 7/2023, DGC tiếp tục mua lại 100% cổ phần của CTCP Photpho 6 (chưa niêm yết), bổ sung công suất P4 thêm 10.000 tấn mỗi năm. Điều này đã nâng tổng công suất sản xuất P4 của Công ty lên khoảng 70.000 tấn mỗi năm.

Ngoài P4, DGC còn tích cực tham gia vào chuỗi giá trị photpho, sản xuất axit photphoric cấp thực phẩm/cấp LCD (TPA), axit photphoric trích ly (WPA), phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi.

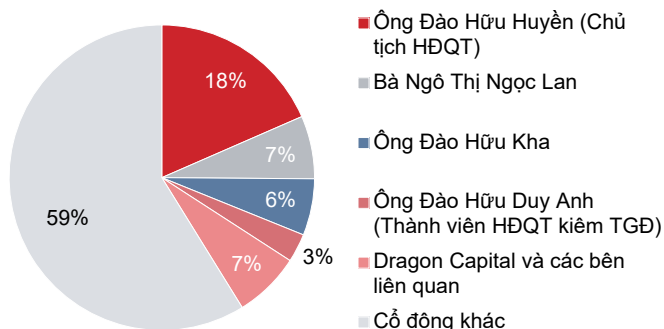
Cơ cấu cổ đông

BLĐ chuyên nghiệp giúp đẩy mạnh vị thế thống trị của DGC trong ngành hóa chất

Hai thập kỷ làm việc trong ngành hóa chất cũng như kinh doanh quốc tế đã giúp ông Đào Hữu Huyền, Chủ tịch HĐQT của DGC, hình thành nên bề dày kinh nghiệm về thị trường. Năm 1990, sau khi hoàn thành khóa đào tạo UNDP tại Áo, ông thành lập công ty thương mại hóa chất của riêng mình. Ông nhanh chóng nhận ra rằng apatit là một loại khoáng hiếm trên toàn cầu và cơ hội dài hạn nằm ở các loại hóa chất như xút, nhựa và quặng bô xít, những thứ đòi hỏi sự chuẩn bị và tầm nhìn xa. Dưới sự lãnh đạo của ông, DGC đã mở rộng công suất sản xuất, trở thành công ty thống trị thị trường photpho vàng và thâm nhập vào các thị trường quốc tế trọng điểm.

Biểu đồ 1: Cơ cấu sở hữu theo cổ đông, DGC

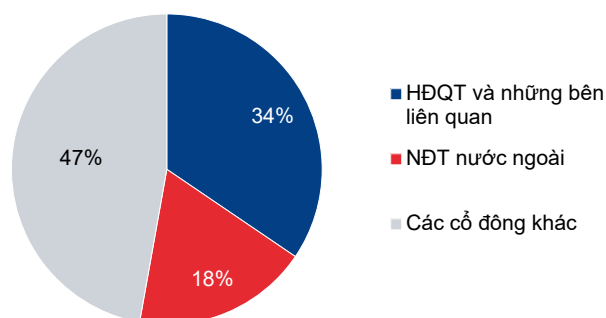
Không có NĐT cá nhân nắm giữ cổ phần có quyền kiểm soát



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 2: Cơ cấu sở hữu theo nhóm nhà đầu tư, DGC

Cơ cấu sở hữu đa dạng và cân bằng



Nguồn: DGC, HSC

Để kế thừa và tạo ra sức mạnh tổng hợp cho công ty, ông Đào Hữu Duy Anh (TGD DGC, con trai Chủ tịch HĐQT) đã lấy bằng thạc sĩ chuyên ngành xây dựng thiết kế vận hành nhà máy từ Đại học Cambridge, giúp ông có kiến thức để dẫn dắt công ty đi đầu trên thị trường quốc tế với các xu hướng, tiến bộ công nghệ và nhu cầu đang phát triển. Điều này đã củng cố khả năng cạnh tranh của DGC về công nghệ sản xuất.

Cơ cấu cổ đông đa dạng

DGC có cơ cấu cổ đông đa dạng, có sự kết hợp tốt. Tính đến ngày 9/8/2024, quyền sở hữu DGC được chia thành 3 nhóm NĐT chính: HĐQT/Ban điều hành và người liên quan (34,5%), NĐT nước ngoài (18,2%) và các NĐT trong nước khác (47,3%). Theo đó, HSC đánh giá DGC là doanh nghiệp có khả năng tiếp cận thông tin tốt, minh bạch và tình hình quản trị doanh nghiệp tốt.

Cam kết mạnh mẽ của nhân viên

DGC đã nuôi dưỡng một văn hóa nhân viên mạnh mẽ, nhấn mạnh sự cam kết và lòng trung thành. Công ty cung cấp một gói đãi ngộ toàn diện, bao gồm tiền thưởng dựa trên hiệu suất lao động (cho các sáng kiến mới và hiệu quả), chương trình ESOP và hỗ trợ nhà ở, để thu hút và giữ chân các nhân viên có kỹ năng. Vị trí chiến lược của các nhà máy của DGC ở các vùng cao nguyên, kết hợp với các ưu đãi hấp dẫn này, đã góp phần vào khả năng xây dựng một lực lượng lao động tận tụy và vững chắc.

Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

Tiếp theo, chúng ta sẽ tìm hiểu các HKKD hiện tại và các dự án tương lai của DGC.

Biểu đồ 3: Mô hình tổ chức sản xuất, kinh doanh, DGC

Sự đa dạng chiến lược hóa trên toàn bộ chuỗi giá trị đã tạo động lực tăng trưởng cho hoạt động sản xuất kinh doanh của DGC

Công ty CP Đức Giang Lào Cai P4 40,000 tpa WPA 50% 300,000 tpa H3PO4 thực phẩm 80,000 tpa Phân bón • DAP: 100,000 tpa • MAP: 100,000 tpa Phụ gia TACN • DCP: 70,000 tpa • MCP: 10,000 tpa	Công Ty TNHH Hóa Chất Đức Giang Nghi Sơn NaOH & các dẫn xuất (*) - Dự án: Nhà máy hóa chất Đức Giang - Vốn đầu tư: 2.000 tỷ đồng (giai đoạn 1) - Công suất gđ1: - NaOH: 50,000 tpa - Dẫn xuất clo	Công Ty TNHH Hóa Chất Đức Giang Đắk Nông Phân bón - NPK: 100,000 tpa - Ethanol: 50,000 tpa Dự án quặng nhôm bô xít (*) - Dự án: Đắk Nông Aluminum Complex - Vốn đầu tư : 2.3 tỷ USD - Công suất (tpa): - Chiết xuất: 14.4mn - Quy trình: 5.8mn	Công ty TNHH MTV Photpho 6 P4 10,000 tpa Công ty TNHH Bất động sản Đức Giang BDS(*) - Dự án : Đức Giang Residence - Vị trí: Long Biên, HN - Vốn đầu tư : 3,400 tỷ đồng - Loại hình: Căn hộ, nhà phố - Tổng diện tích: 54,321 m2	CTCP Photpho Apatit Việt Nam P4 20,000 tpa Công Ty TNHH Hóa Chất Đức Giang Đình Vũ Kho bãi & vận tải Công ty CP Pin Tia Sáng Sản xuất pin tpa: tấn/năm (*) Kế hoạch dự kiến
---	---	---	--	---

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 4: Công ty con, DGC

DGC có 9 công ty con và 3 chi nhánh khác tại Hưng Yên, Bình Dương, Lào Cai

ST T	Các công ty thuộc DGC	Mã CK, tên viết tắt	HĐ sản xuất kinh doanh chính	Tỷ lệ sở hữu của DGC
1	Công ty TNHH Đức Giang Lào Cai	DLC	P4, TPA, WPA, Phân bón, Phụ gia thức ăn chăn nuôi,...	100%
2	Công ty TNHH Hóa chất Đức Giang Đình Vũ		Buôn bán hóa chất, dịch vụ kho bãi	100%
3	Công ty Cổ phần Phốt pho Apatit Việt Nam	PAT (UPCoM)	P4	51%
4	Công ty TNHH Phốt pho 6	PP6	P4	100%
5	Công ty Cổ phần Ấc quy Tia Sáng	TSB (HNX)	Pin	51%
6	Công ty TNHH Đức Giang Land		BDS	100%
7	Công ty TNHH Hóa chất Đức Giang Đắc Nông		Phân bón, Ethanol, CO2 lỏng	100%
8	Công ty TNHH Hóa chất Đức Giang Nghi Sơn	CAV / Nghi Sơn	NaOH, và các hóa chất khác	100%
9	Công ty TNHH Thể thao Hóa chất Đức Giang		Thể thao	100%

Nguồn: DGC

Như Biểu đồ 3 cho thấy, CTCP Đức Giang Lào Cai (DLC) đóng góp phần lớn kết quả hoạt động tài chính của DGC. Xét về mặt địa lý, mặng phốt pho vàng và các dẫn xuất axit (TPA và WPA) thu được phần lớn doanh thu từ Lào Cai, nơi cung cấp nguyên liệu đầu vào chính là quặng apatit. Mặng phân bón và mặng phụ gia thức ăn chăn nuôi tạo ra doanh thu đáng kể từ các chi nhánh của công ty tại Bình Dương và Đắc Nông. Ngoài ra, chi nhánh Hưng Yên tập trung vào sản xuất và kinh doanh các sản phẩm tẩy rửa, đồng thời là nơi đặt trung tâm nghiên cứu và phát triển các sản phẩm mới của DGC.

Tại Hải Phòng, Công ty TNHH Đức Giang Đình Vũ có vị trí chiến lược gần cảng Đình Vũ, tạo điều kiện thuận lợi cho việc lưu kho và vận chuyển các đơn hàng xuất khẩu của DGC. Trong khi đó, CTCP Ấc quy Tia Sáng đóng vai trò là trung tâm sản xuất ắc quy của DGC, cho phép DGC đưa ra thị trường các sản phẩm mới, chẳng hạn như pin lithium với P4 là nguyên liệu đầu vào chính, để đón đầu xu hướng tương lai trong ngành công nghiệp xe điện.

Một sáng kiến khác mở rộng ra ngoài mặng kinh doanh chủ chốt bao gồm việc thành lập đội bóng chuyền nữ thuộc Công ty TNHH Thể thao Hóa chất Đức Giang. Đội bóng đóng vai trò là nền tảng tiếp thị để quảng bá các sản phẩm của công ty, chẳng hạn như phân bón, chất tẩy rửa và chất làm sạch, thông qua việc tham gia các giải bóng chuyền chuyên nghiệp trên toàn quốc.

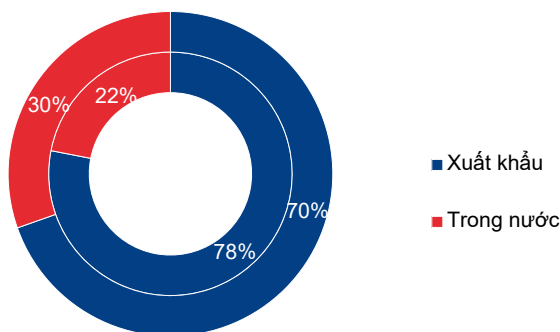
Những mặng kinh doanh chính

Xét theo kênh phân phối, các thị trường xuất khẩu như Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan vẫn là thị trường trọng điểm của DGC, tạo ra 7.609 tỷ đồng và đóng góp 78,1% vào doanh thu thuần trong năm 2023. Trong khi đó, thị trường nội địa đóng góp 21,9% còn lại, tương đương 2.139 tỷ đồng trong năm 2023. Trong 9 tháng đầu năm 2024, tỷ trọng đóng góp của xuất khẩu giảm xuống mức 70% do chuyển hướng tập trung sang phân bón thay vì xuất khẩu WPA như trong năm 2023. Kết quả là tỷ trọng đóng góp của thị trường nội địa đã tăng lên mức 30% trong 9 tháng đầu năm 2024.

Chi tiết về cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối và theo sản phẩm được trình bày trong Biểu đồ 5-6.

Biểu đồ 5: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, DGC

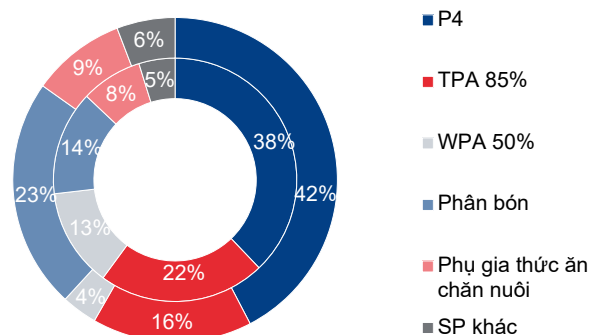
Kênh xuất khẩu là thị trường hoạt động chính của DGC...



Ghi chú: Hình tròn trong biểu thị số liệu năm 2023, hình tròn ngoài biểu thị số liệu 9 tháng đầu năm 2024
Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 6: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, DGC

...với các sản phẩm chủ lực như: P4, TPA và WPA



Ghi chú: Hình tròn trong biểu thị số liệu năm 2023, hình tròn ngoài biểu thị số liệu 9 tháng đầu năm 2024
Nguồn: DGC, HSC

Về cơ cấu sản phẩm, các mặt hàng xuất khẩu chính như photpho vàng, TPA (H₃PO₄ 85%) và WPA đóng góp lần lượt 37,9%, 22,2% và 13,1% trong doanh thu năm 2023. Trong khi đó, các sản phẩm tiêu thụ trong nước, bao gồm phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi, đóng góp lần lượt 13,9% và 8,2% tổng doanh thu.

Trong 9 tháng đầu năm 2024, P4, TPA, WPA đóng góp lần lượt 42%, 16% và 4% trong khi phân bón, phụ gia thức ăn chăn nuôi, sản phẩm khác đóng góp lần lượt 23%, 9%, 6%. Do tỷ suất lợi nhuận của phân bón tăng lên trong 9 tháng đầu năm 2024, DGC đã chuyển hướng tập trung sang bán nhiều phân bón hơn và giảm xuất khẩu WPA. Chuỗi giá trị liên kết theo chiều dọc cho phép Công ty điều chỉnh linh hoạt danh mục sản phẩm để tối ưu hóa tỷ suất lợi nhuận trong các điều kiện thị trường khác nhau.

Các dự án trong tương lai

Nhà máy ethanol tại Đắk Nông: Công ty đã mua lại nhà máy ethanol của Công ty TNHH Đại Việt vào tháng 4 năm nay với tổng giá trị 253 tỷ đồng. DGC đã cải tạo lại nhà máy này với tổng vốn đầu tư cho cả hai giai đoạn khoảng 360 tỷ đồng. Nhà máy ethanol này, với công suất thiết kế 50.000 tấn ethanol mỗi năm, đang trong giai đoạn sản xuất thử nghiệm và dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động thương mại vào tháng 11 năm nay.

Dự án Chlor-Alkali-Vinyl (CAV): Công ty TNHH Hóa chất Đức Giang Nghi Sơn, tọa lạc tại tỉnh Thanh Hóa, đóng vai trò là chất xúc tác tăng trưởng dài hạn cho DGC. HĐKD cốt lõi của công ty này tập trung vào xút và các dẫn xuất, với tổng vốn đầu tư khoảng 2.000 tỷ đồng cho Giai đoạn 1, dự kiến sẽ khởi công xây dựng vào tháng 12/2024 và đi vào hoạt động vào cuối năm 2025. HSC đã đưa dự án này vào mô hình dự báo vì đây sẽ là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận từ năm 2026 trở đi.

Dự án quặng bô xít - nhôm: Theo DGC, Khu liên hợp Nhôm Đắk Nông có công suất khai thác khoảng 14,4 triệu tấn quặng bô xít mỗi năm và ba nhà máy chế biến quặng với tổng công suất 5,8 triệu tấn quặng tuyển mỗi năm. Tổng vốn đầu tư cho dự án này ước tính khoảng 57 nghìn tỷ đồng (2,3 tỷ USD), biến nó thành dự án lớn nhất của DGC trong những năm tới. Do thiếu thông tin, HSC chưa đưa dự án này vào mô hình dự báo ở giai đoạn này.

Dự án BĐS: DGC có kế hoạch chuyển đổi địa điểm của một nhà máy sản xuất cũ tại Hà Nội thành dự án 5,4 ha bao gồm các căn hộ chung cư và nhà phố thông qua Công ty TNHH BĐS Đức Giang. Dự án nằm ở quận Long Biên, cách trung tâm thành phố Hà Nội 9km với tổng vốn đầu tư ban đầu dự kiến là 3.400 tỷ đồng (có tiềm năng tăng giá, tùy thuộc vào quyết định về tiền sử dụng đất). HSC cũng chưa đưa dự án này vào mô hình dự báo nên DGC có tiềm năng tăng giá khi vốn đầu tư được cấp.

Chúng tôi sẽ thảo luận chi tiết hơn về các dự án này trong phần sau của báo cáo.

Tổng quan về ngành và vị thế của DGC

Trong năm 2023, nền kinh tế toàn cầu trì trệ đã ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD của DGC trên các mảng kinh doanh chủ chốt. Nguyên nhân dẫn đến sự sụt giảm này là do chỉ tiêu cho CNTT trong ngành công nghiệp bán dẫn giảm, dẫn đến nhu cầu photpho vàng (P4) giảm, cùng với sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc và chi phí đầu vào tăng do chất lượng quặng apatit giảm xuống. Tuy nhiên, nhu cầu P4 dự kiến sẽ phục hồi từ đây, được hỗ trợ bởi sự phục hồi trong chỉ tiêu CNTT cho bán dẫn. Trong khi đó, các mảng khác như phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi được dự báo sẽ hưởng lợi từ sự ổn định của ngành nông nghiệp Việt Nam.

Chuỗi giá trị photpho

Chuỗi giá trị photpho của DGC bắt đầu với nguyên liệu thô chính là quặng apatit, được khai thác chủ yếu từ tỉnh Lào Cai của Việt Nam. Điều quan trọng cần lưu ý là không phải loại quặng apatit nào cũng phù hợp để sản xuất photpho vàng (P4) vì sự phù hợp phụ thuộc vào hàm lượng photpho pentoxit (P2O5) trong quặng. Nói chung, hàm lượng P2O5 càng cao thì càng phù hợp để sản xuất P4.

Từ đó, công ty sử dụng quy trình cấp nhiệt hoặc quy trình trích ly để tạo ra sản phẩm mong muốn. Chi tiết cụ thể của từng quy trình được nêu ra trong phần sau đây:

Bảng 7: Quy trình sản xuất photpho: quặng apatit là nguyên liệu đầu vào quan trọng nhất

Axit photphoric cấp nhiệt (TPA) được sử dụng khi điều chế axit có độ tinh khiết cao dùng cho sản xuất công nghiệp, trong khi axit có độ tinh khiết thấp hơn, thường được tạo ra bằng quá trình trích ly, chủ yếu được sử dụng trong sản xuất phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi

Phương pháp sản xuất	Axit photphoric nhiệt (TPA)	Axit photphoric trích ly (WPA)
Mô tả quy trình	Nghiên: Đá photphat chứa apatit được nghiền mịn thành bột. Nung nóng: Đá photphat dạng bột được trộn với cacbon (thường là than cốc) và nung trong lò điện ở nhiệt độ khoảng 1.500 - 1.600°C. Phân tách: Quá trình này tạo ra hơi photpho (P4) và xỉ canxi silicat, được loại bỏ như một sản phẩm phụ. Thu sản phẩm: Hơi photpho (P4) được ngưng tụ thành dạng rắn. Sản xuất axit: Trong quá trình nhiệt, độ ẩm và tạp chất bị bốc hơi, để lại axit photphoric (H3PO4) có độ tinh khiết cao.	Nghiên: Đá photphat chứa apatit được nghiền mịn thành bột. Phản ứng với axit sunfuric: Đá photphat nghiền được trộn với axit sunfuric (H2SO4), tạo ra axit photphoric (H3PO4) và thạch cao như một sản phẩm phụ, được loại bỏ. Quy trình trích ly: Phương pháp này giữ lại nhiều tạp chất hơn, dẫn đến độ tinh khiết của axit photphoric (H3PO4) thu được thấp hơn so với quy trình nhiệt.
Sản phẩm đầu ra trực tiếp	Photpho vàng (P4)	Axit photphoric trích ly (H3PO4)
Các dẫn xuất được tạo ra tiếp theo	Để sản xuất axit photphoric, thay vì ngưng tụ (trong giai đoạn thu sản phẩm được nêu ở bước ở trên), oxy được thêm vào hơi P4 để tạo thành photpho pentoxide (P2O5). Sau đó, được hydrat hóa bằng cách thêm nước, tạo ra axit photphoric (H3PO4).	Phân bón và phụ gia TACN
Ưu điểm	Có thể tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị với các sản phẩm có giá trị gia tăng cao	Năng lượng tiêu thụ ở mức vừa phải, chủ yếu được sử dụng trong sản xuất và phản ứng axit sunfuric
Nhược điểm	Tiêu tốn nhiều năng lượng, đặc biệt là điện (khoảng 13.000 đến 15.000 kWh điện được tiêu thụ để sản xuất 1 tấn photpho vàng, theo AIDIC)	Ứng dụng hạn chế do H3PO4 có độ tinh khiết thấp
Ứng dụng	Quá trình đốt photpho tạo ra một lượng khí thải cao, bao gồm CO2 và các chất ô nhiễm khác	Vấn đề cần cân nhắc chính là việc xử lý H2SO4 và bụi photphat
	Được sử dụng trong ngành công nghiệp thực phẩm, ăn uống (cấp thực phẩm, nồng độ P2O5 > 85%), chất bán dẫn, Pin Lithium-ion (cấp điện tử, nồng độ P2O5 > 99%)	Chủ yếu được ứng dụng trong sản xuất phân bón như MAP, DAP, NPK và sản xuất phụ gia TACN như: DCP, MCP

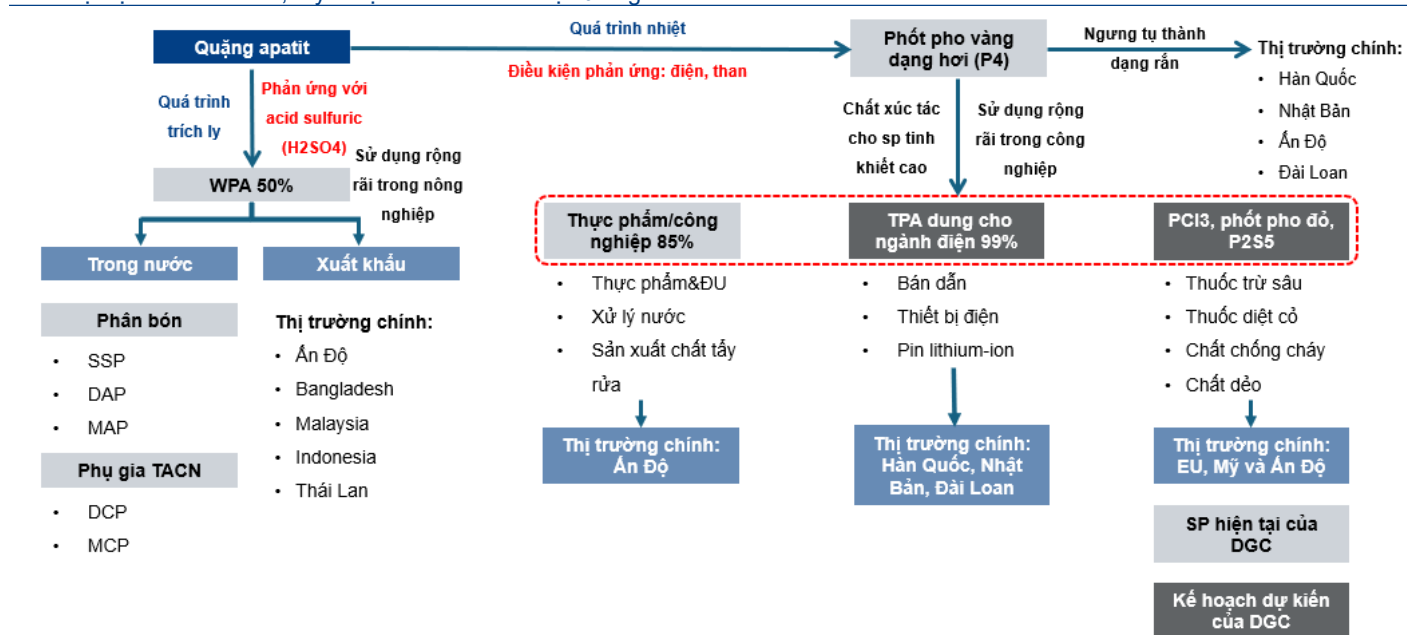
Nguồn: DGC, AIDIC, HSC

Quặng apatit: Bối cảnh toàn cầu

Theo Cục Khảo sát Địa chất Mỹ, quặng apatit được tìm thấy ở nhiều quốc gia với trữ lượng lớn nhất nằm ở Maroc (68%), Trung Quốc (5%), Brazil (2%) và Mỹ (1%).

Biểu đồ 8: Chuỗi giá trị photpho

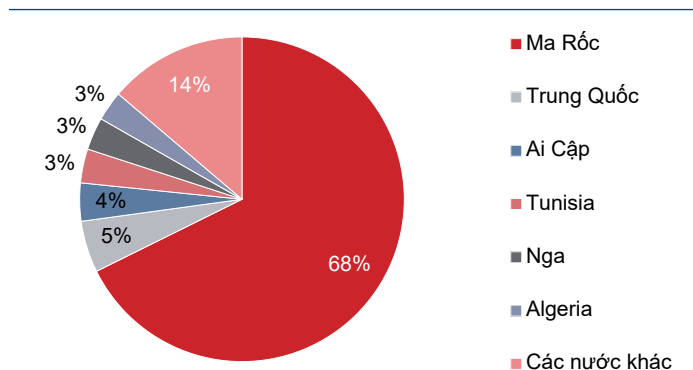
DGC chủ yếu xuất khẩu photpho vàng (P4) và TPA, trong khi sản lượng tiêu thụ axit photphoric trích ly (WPA) được cân bằng giữa kênh nội địa và xuất khẩu, tùy thuộc nhu cầu của thị trường



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 9: Trữ lượng quặng apatit năm 2023 (73,9 tỷ tấn), toàn cầu

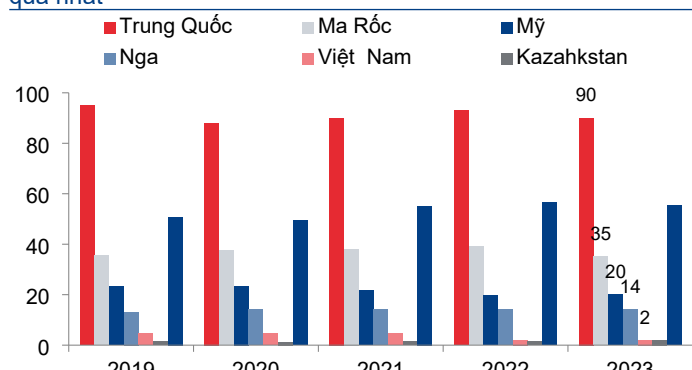
Trong khi Ma Rốc sở hữu trữ lượng quặng apatit lớn nhất..



Nguồn: US Geological Survey, HSC

Biểu đồ 10: Sản lượng quặng apatit sản xuất hàng năm (triệu tấn), toàn cầu

...thì Trung Quốc là nước sử dụng nguồn tài nguyên này hiệu quả nhất



Nguồn: US Geological Survey, HSC

Mặc dù chỉ nắm giữ 5% trữ lượng toàn cầu nhưng Trung Quốc đang dẫn đầu về sản lượng quặng apatit với 41,2% thị phần (tương đương 90 triệu tấn trong năm 2023). Các quốc gia sản xuất chủ chốt khác bao gồm Maroc (16%), Mỹ (9,2%) và Nga (6,4%). Các quốc gia có năng lực sản xuất mạnh mẽ được khuyến khích tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị photpho, sản xuất nhiều sản phẩm giá trị gia tăng hơn bắt đầu từ quặng apatit. Vì quặng apatit rất cần thiết để sản xuất photpho, một thành phần không thể thay thế trong nông nghiệp, Việt Nam cũng đã áp dụng mức thuế xuất khẩu 40% đối với loại khoáng sản này.

Quặng apatit thường được phân loại dựa trên hàm lượng P2O5, yếu tố quyết định mức độ phù hợp của quặng trong sản xuất photpho vàng (P4). Hàm lượng P2O5 càng cao thì độ tinh khiết càng cao và càng phù hợp để sản xuất P4, trong khi các tạp chất, bao gồm kim loại nặng hoặc các nguyên tố phóng xạ, ảnh hưởng đến chất lượng tổng thể của quặng.

Quặng apatit được phân loại như sau:

- Quặng loại 1: Hàm lượng P2O5 trên 30%, lý tưởng để sản xuất P4.

- Quặng loại 2: Hàm lượng P₂O₅ từ 22% đến 30%.
- Quặng loại 3: Hàm lượng P₂O₅ từ 18% đến 22%.
- Quặng loại 4: Hàm lượng P₂O₅ dưới 18%, sử dụng giới hạn trong công nghiệp để sản xuất phốt pho.

Điều quan trọng cần lưu ý là công nghệ sản xuất P₄ truyền thống thường yêu cầu quặng apatit ở dạng cục, vì dạng bột gây ra những khó khăn trong sản xuất do sự khác biệt về kích thước và tính chất. Tuy nhiên, DGC là công ty duy nhất trên toàn cầu sở hữu công nghệ tự phát triển để sản xuất P₄ từ cả quặng apatit dạng cục và dạng bột. Năng lực này cho phép công ty tối ưu hóa chi phí nguyên liệu thô, mang lại sự linh hoạt và hiệu quả cao hơn trong quy trình sản xuất.

Quặng apatit của Việt Nam: Nguồn nguyên liệu cấp cao để sản xuất P₄

Theo Vinachem (Tập đoàn Hóa chất Việt Nam), chỉ có một số khu vực khai thác apatit cụ thể như ở Trung Quốc, một số bang ở Mỹ, Việt Nam và Kazakhstan, là phù hợp để sản xuất P₄. Đáng chú ý, quặng apatit từ tỉnh Lào Cai, nơi đóng góp khoảng 60% tổng trữ lượng quặng apatit đã khai thác của Việt Nam, có hàm lượng chất phóng xạ thấp, chỉ 200 Bq/kg. Con số này thấp hơn đáng kể so với các khu vực khác như Florida ở Mỹ (5.000 Bq/kg), Maroc (3.500 Bq/kg) và Cvdor ở Nga (250 Bq/kg).

Trữ lượng quặng apatit loại 1 và loại 2 dự báo sẽ vẫn hạn chế trong khi quặng loại 3 có tiềm năng khai thác đáng kể trong tương lai. Lưu ý, mặc dù quặng apatit loại 2 có hàm lượng P₂O₅ tương đối cao nhưng loại quặng này không phù hợp để sản xuất phân bón hoặc phốt pho vàng. Điều này là do quặng loại 2 ở Lào Cai chứa một lượng đáng kể tạp chất apatit cacbonat, khiến quá trình làm giàu quặng cực kỳ khó khăn hoặc thậm chí không khả thi.

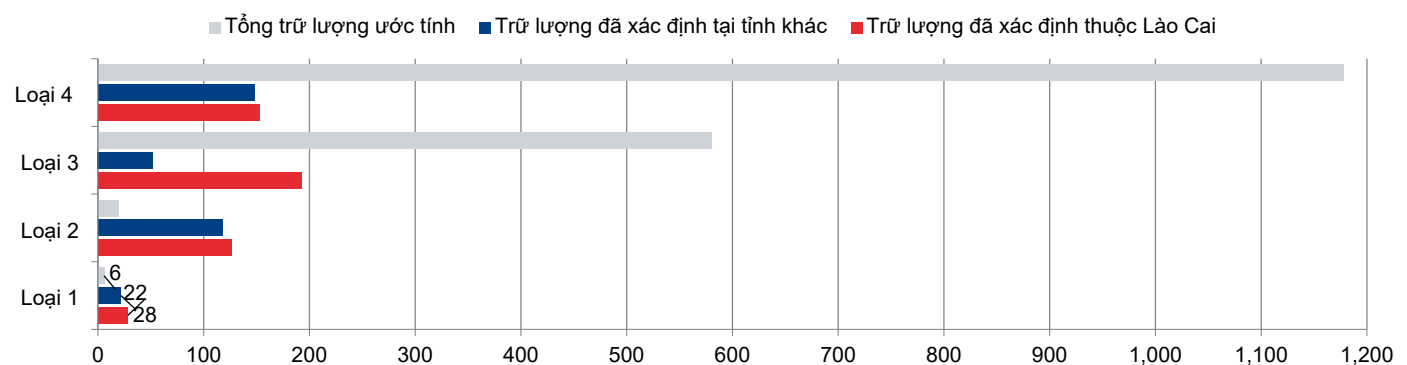
Theo Viện Hàn lâm Khoa học và Công nghệ Việt Nam, việc xử lý 1 tấn quặng tuyển từ apatit loại 2 dẫn đến mất mát 30% hàm lượng P₂O₅, khiến nó khó sử dụng cho bất kỳ ứng dụng nào. Do những điểm kém hiệu quả này mà ở Việt Nam, chỉ có khoảng 1% quặng apatit loại 2 được sử dụng để sản xuất phân bón và phốt pho vàng.

Mặc dù gặp phải những thách thức trên, DGC vẫn có thể tối ưu hóa chi phí sản xuất bằng nhiều biện pháp. Thứ nhất, công nghệ tiên tiến của DGC cho phép Công ty sản xuất P₄ không chỉ từ quặng loại 1 mà còn từ quặng loại 2, loại 3, mang lại sự linh hoạt hơn trong việc tìm nguồn nguyên liệu thô. Ngoài ra, DGC là công ty duy nhất trên toàn cầu sở hữu công nghệ sản xuất P₄ bằng 100% quặng apatit dạng bột, giúp tiết kiệm chi phí hơn quặng dạng cục vì nhu cầu đối với dạng quặng apatit này thấp do những thách thức trong việc xử lý khi nung.

Hiện tại, công ty đang vận hành khai trường 25 (DGC nắm giữ quyền khai thác mỏ cho đến cuối năm 2026, nếu không được gia hạn) và khai trường 19B (theo thỏa thuận bao tiêu với tổng khối lượng 5,2 triệu tấn cho đến cuối năm 2026) tại Lào Cai, nơi công ty khai thác quặng apatit, chủ yếu là loại 1 và loại 3. Các khai trường này có tổng trữ lượng 8,8 triệu tấn, cho phép công ty duy trì mức độ kiểm soát đối với nguồn nguyên liệu đầu vào của mình.

Biểu đồ 11: Trữ lượng quặng (triệu tấn), Việt Nam

Mặc dù nguồn cung quặng apatit loại 1 còn hạn chế, Lào Cai vẫn nổi bật với trữ lượng apatit loại 3 đã xác định đáng kể và vẫn còn nhiều tiềm năng khai thác



Nguồn: Cục Địa chất Việt Nam, HSC

Phốt pho vàng (P4)

Phốt pho vàng (P4) là sản phẩm chính thu được từ quá trình chế biến quặng apatit thông qua quy trình nhiệt tốn nhiều năng lượng. Tùy vào mức độ tinh khiết, P4 là nguyên liệu thô quan trọng cho nhiều ứng dụng công nghiệp. Các ứng dụng này bao gồm phụ gia thực phẩm và đồ uống, dược phẩm, pin, chất bán dẫn và các dẫn xuất phốt pho như POCl_3 cho chất chống cháy, P_2S_5 cho thuốc trừ sâu hoặc PCl_3 cho chất hóa dẻo.

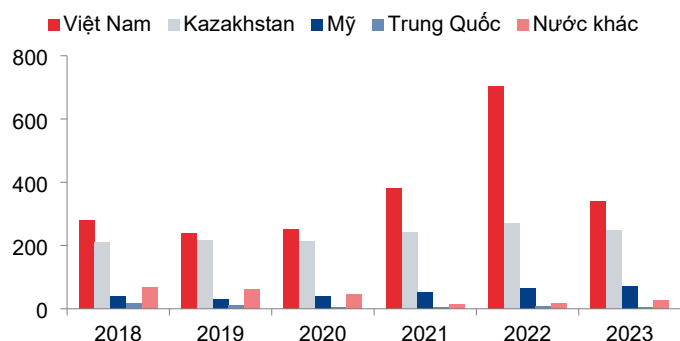
Nguồn cung toàn cầu do Việt Nam và Kazakhstan thống trị

Như đã đề cập ở trên, Việt Nam và Kazakhstan sở hữu các mỏ quặng apatit phù hợp để sản xuất P4. Mặc dù các quốc gia như Trung Quốc và một số bang ở Mỹ có trữ lượng phù hợp để sản xuất P4 nhưng các khu vực này không tích cực tham gia vào thị trường toàn cầu do những thách thức như giá điện cao, thuế xuất khẩu và chiến lược tập trung vào việc tạo ra các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn sử dụng P4 làm nguyên liệu đầu vào chính.

Giá điện cho doanh nghiệp của Việt Nam vẫn duy trì ở mức cạnh tranh nhờ các chính sách của Chính phủ nhằm hỗ trợ tăng trưởng công nghiệp và thu hút đầu tư nước ngoài. Cơ cấu giá cả thuận lợi này đặc biệt có lợi cho các ngành công nghiệp phụ thuộc vào các quy trình tiêu tốn năng lượng, chẳng hạn như sản xuất P4. Bằng cách duy trì chi phí điện năng thấp hơn, Việt Nam cùng với các quốc gia dẫn đầu về xuất khẩu P4 toàn cầu khác như Kazakhstan có vị thế tốt để tối ưu hóa chi phí vận hành.

Biểu đồ 12: Giá trị xuất khẩu phốt pho, Triệu USD

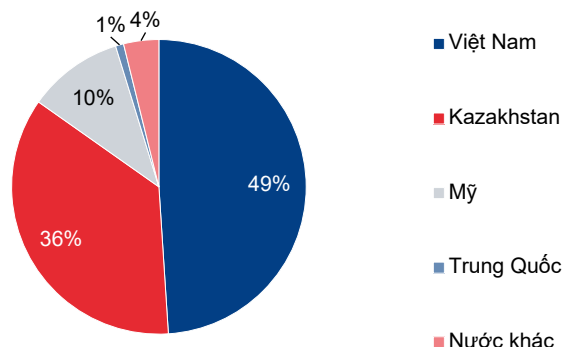
Với các mỏ quặng apatit với chất lượng phù hợp để sản xuất P4...



Nguồn: World Integrated Trade Solution (WITS), HSC

Biểu đồ 13: Thị phần xuất khẩu phốt pho năm 2023

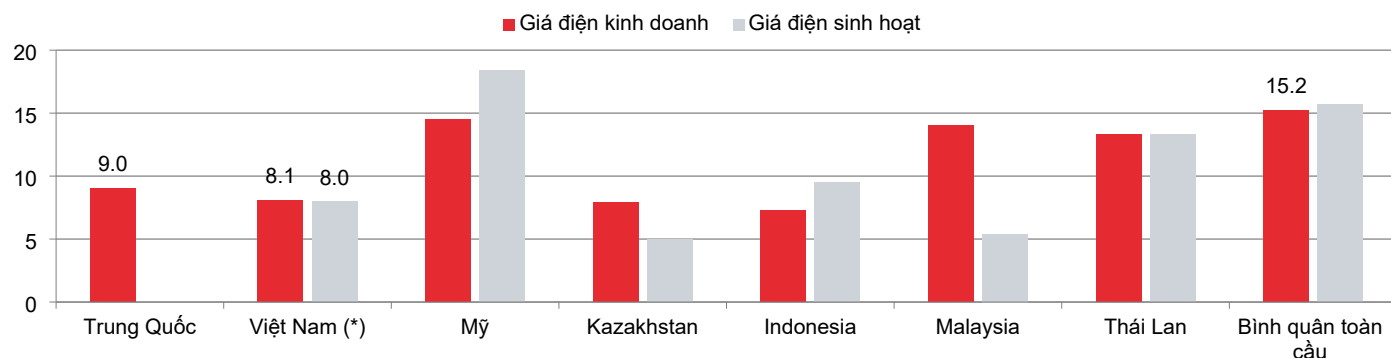
...Việt Nam và Kazakhstan dẫn đầu thế giới về thị trường phốt pho



Nguồn: World Integrated Trade Solution (WITS), HSC

Biểu đồ 14: Giá điện tính đến T11/2024 (US cent/kWh), toàn cầu

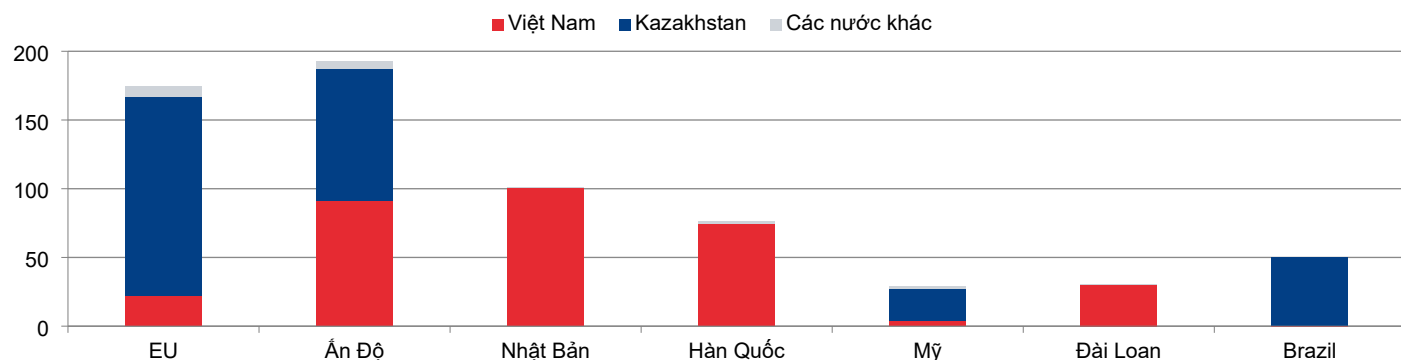
Giá điện kinh doanh tại Việt Nam vào khoảng 8,1 US cent/kWh, thấp hơn lần lượt 10% và 46,7% so với giá điện bình quân toàn cầu và Trung Quốc



Ghi chú: (*) Đã bao gồm mức tăng giá 4,8% trong T10/2024.
Nguồn: Global Petrol Prices, HSC

Biểu đồ 15: Giá trị nhập khẩu photpho năm 2023, theo nguồn gốc (triệu USD)

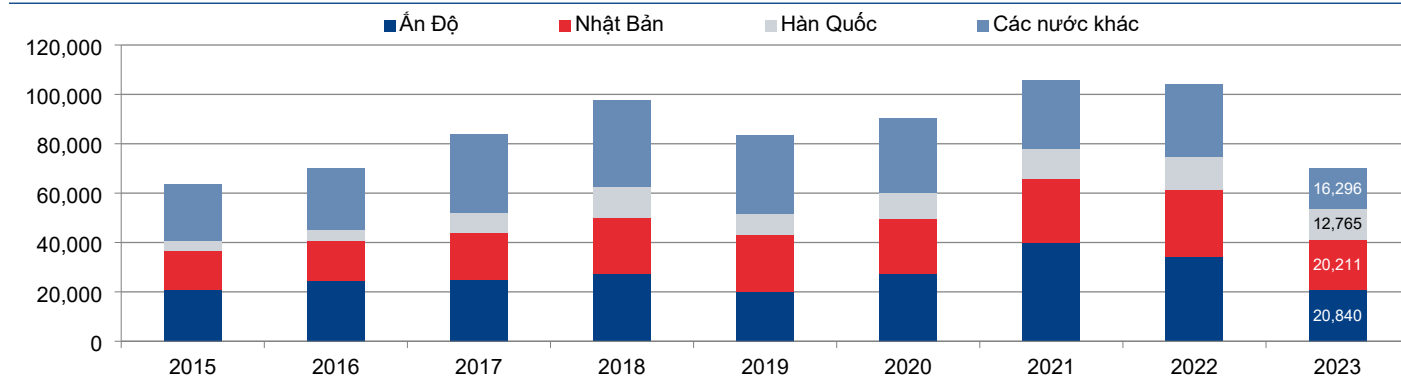
Việt Nam thống trị thị trường châu Á, trong khi Kazakhstan dẫn đầu thị trường châu Âu



Nguồn: World Integrated Trade Solution, HSC

Biểu đồ 16: Sản lượng xuất khẩu P4 của Việt Nam, theo thị trường (tấn)

Ấn Độ, Nhật Bản và Hàn Quốc là các thị trường xuất khẩu P4 chính của Việt Nam, đóng góp 70-80% tổng sản lượng xuất khẩu



Nguồn: Tổng cục Hải quan, HSC

Những đặc điểm về nhu cầu và vị trí địa lý đã định hình nên những thị trường chủ chốt của Việt Nam và Kazakhstan

Mặc dù Trung Quốc chiếm ưu thế về năng lực sản xuất P4 toàn cầu với 78,4% thị phần trong năm 2019 nhưng nước này lại áp mức thuế xuất khẩu 20% và thuế GTGT xuất khẩu 13% đối với photpho vàng để hạn chế xuất khẩu và giữ lại nguồn tài nguyên quý giá này cho các ngành công nghiệp trong nước, trong bối cảnh những lo ngại về môi trường sẽ hạn chế việc mở rộng công suất khai thác và sản xuất. Ngược lại, Việt Nam và Kazakhstan có thuế suất xuất khẩu cạnh tranh hơn lần lượt là 5% và 0%, thúc đẩy vị thế của cả hai quốc gia trên thị trường quốc tế.

Về hoạt động mua bán photpho toàn cầu, hai quốc gia xuất khẩu hàng đầu – Việt Nam và Kazakhstan – chi phối các khu vực khác nhau trên thế giới. Việt Nam đã thiết lập chỗ đứng vững chắc tại các thị trường châu Á, bao gồm Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan, trong khi Kazakhstan dẫn đầu tại các thị trường phương Tây như EU, Mỹ và Brazil. Cả hai quốc gia đều có thị phần gần như ngang nhau ở Ấn Độ trong năm 2023. Khoảng cách địa lý cũng như các ứng dụng khác nhau của P4 cho khách hàng của mỗi nước đã góp phần đáng kể vào sự thống trị của hai quốc gia đi đầu này ở các khu vực khác nhau trên thế giới.

Khách hàng của Việt Nam tại thị trường châu Á, bao gồm Ấn Độ, Nhật Bản và Hàn Quốc, chủ yếu tìm kiếm photpho vàng (P4) để sản xuất axit photphoric có độ tinh khiết cao được sử dụng trong các ứng dụng điện tử, chẳng hạn như chất bán dẫn và để silicon cho các công ty foundry (công ty gia công đế bán dẫn) cũng như trong pin LFP cho xe điện và tivi LCD. Ngược lại, khách hàng của Kazakhstan tập trung vào các ứng dụng nông nghiệp, sử dụng các dẫn xuất photpho cho phân bón, thuốc diệt cỏ và thuốc trừ sâu, đặc biệt là ở Ấn Độ và Brazil, cùng với chất chống cháy và chất hóa dẻo cho các thị trường ở EU và Mỹ.

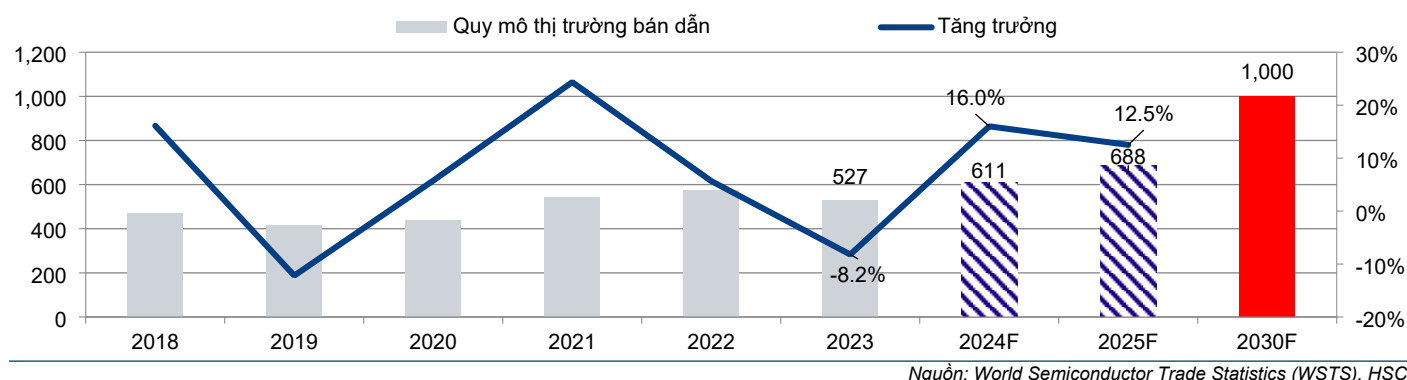
Động lực tăng trưởng trong dài hạn: Chip bán dẫn và LFP (ứng dụng cấp điện tử)

Nhu cầu chip bán dẫn toàn cầu dự báo sẽ tăng trưởng mạnh do sự mở rộng nhanh chóng của các ngành công nghiệp chủ chốt như xe điện, trí tuệ nhân tạo và thiết bị điện tử tiêu dùng tiên tiến. Khi quá trình chuyển đổi số tăng tốc trên các lĩnh vực như chăm sóc sức khỏe, viễn thông và sản xuất, nhu cầu về chip hiệu suất cao trở thành một nhu cầu thiết yếu. Các công nghệ mới nổi như 5G, điện toán đám mây và Internet vạn vật (IoT) cũng đang giúp thúc đẩy nhu cầu.

Thị trường bán dẫn toàn cầu dự báo sẽ đạt giá trị hơn 1 nghìn tỷ USD vào năm 2030, tương đương tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2024-2030 là 8,6%. Để hiểu thêm về chuỗi giá trị chất bán dẫn, vui lòng tham khảo báo cáo '[Khai thác tiềm năng ngành Bán dẫn của Việt Nam](#)' (ngày 20/8/2024). Báo cáo này phân tích toàn diện về động lực tăng trưởng, các công ty chủ chốt và cơ hội cho Việt Nam trong ngành.

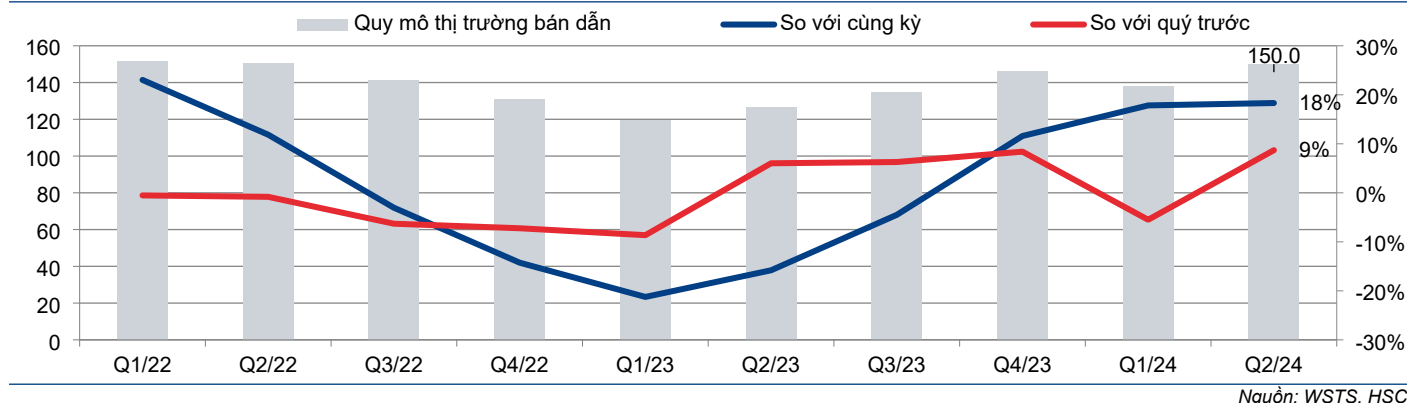
Biểu đồ 17: Quy mô thị trường bán dẫn qua các năm, toàn cầu (tỷ USD)

Tổng giá trị thị trường bán dẫn toàn cầu được dự báo sẽ tăng trưởng 16% so với cùng kỳ trong năm 2024, sau đó sẽ tăng trưởng 12,5% so với cùng kỳ trong năm 2025



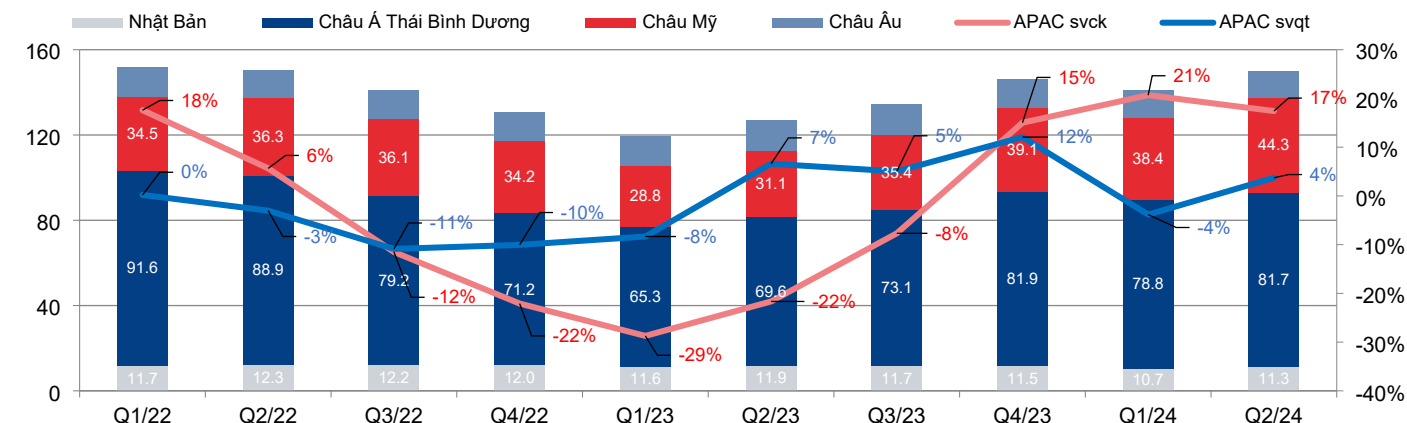
Biểu đồ 18: Quy mô thị trường bán dẫn theo quý, toàn cầu (tỷ USD)

Giá trị thị trường bán dẫn toàn cầu trong Q2/2024 tăng mạnh mẽ, tăng 18% so với cùng kỳ và 9% so với quý trước



Biểu đồ 19: Quy mô thị trường bán dẫn qua các quý (tỷ USD), theo khu vực

Giá trị thị trường bán dẫn hồi phục mạnh trong Q2/2024, khi tăng trưởng 18% so với cùng kỳ và 9% so với quý trước



Nguồn: WSTS, HSC

Như Biểu đồ 18 cho thấy, doanh thu bán dẫn hàng quý trên toàn cầu đã dần cải thiện đáng kể, tăng 18% so với cùng kỳ (và 9% so với quý trước) đạt 150 tỷ USD trong Q2/2024. Điều này được dẫn dắt bởi sự phục hồi mạnh mẽ 17,4% so với cùng kỳ (và 3,7% so với quý trước) ở thị trường châu Á Thái Bình Dương (nơi tiêu thụ hầu hết photon vàng của Việt Nam) (Biểu đồ 19). Theo đó, tính đến cuối Q2/2024, doanh thu bán dẫn tại thị trường châu Á Thái Bình Dương đóng góp 54,5% doanh thu toàn cầu.

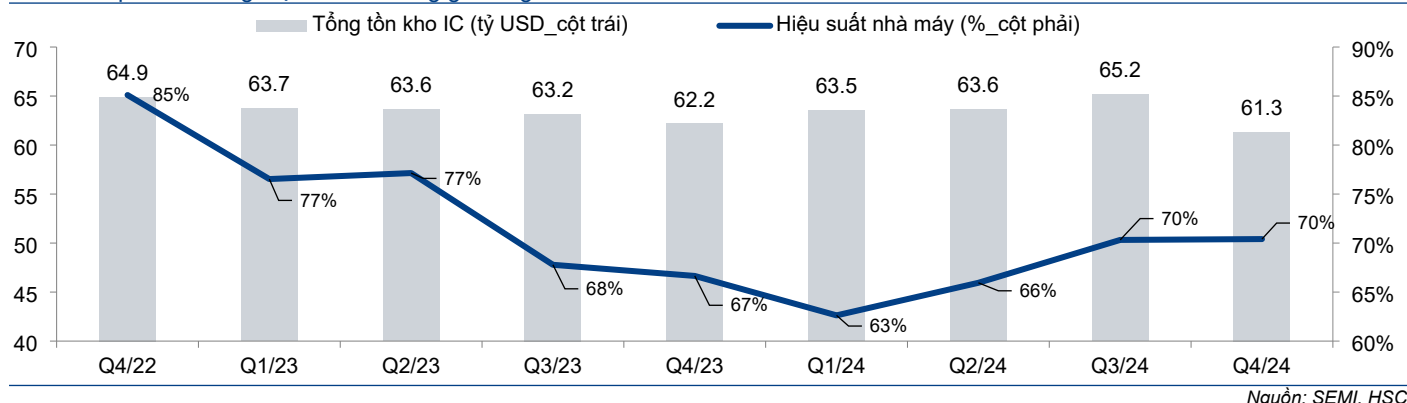
HSC tin rằng đà tăng trưởng mạnh mẽ ở châu Á Thái Bình Dương sẽ giúp hỗ trợ nhu cầu P4 nói chung và DGC nói riêng vì các thị trường chính tiêu thụ P4 của DGC bao gồm Nhật Bản, Hàn Quốc và UAE. Nhà máy mới của TSMC tại Nhật Bản dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động thương mại vào cuối năm 2024, và thông báo gần đây về nhà máy sản xuất chip bán dẫn thứ hai tại Nhật Bản (bắt đầu xây dựng vào Q4/2024 và dự kiến sản xuất thương mại vào Q4/2027) sẽ tạo thêm nhu cầu cho các sản phẩm P4, mang lại lợi ích cho DGC.

Theo nghiên cứu của HSC, chi phí đầu tư cho nhà máy đầu tiên của TSMC tại Nhật Bản là 8,6 tỷ USD với doanh thu hàng năm dự kiến là 3,9 tỷ USD, tương đương 8,3% doanh thu bán dẫn của Nhật Bản trong năm 2023. Ngành công nghiệp bán dẫn đang phát triển ở Nhật Bản, được hỗ trợ bởi các nhà máy mới của TSMC trong tương lai, dự kiến sẽ giúp đẩy mạnh nhu cầu P4 của DGC trong những năm tới.

Ngoài ra, như được minh họa trong Biểu đồ 20, HSC dự báo mức tồn kho IC sẽ giảm xuống vào cuối năm; điều này, kết hợp với việc công suất hoạt động của nhà máy đạt mức đầy từ Q1/2024, báo hiệu sự phục hồi nhu cầu từ thị trường điện máy cũng như thị trường sản xuất IC. Khi sản xuất tăng lên để đáp ứng nhu cầu này, nhu cầu về chip IC cũng tăng lên, thúc đẩy nhu cầu tăng đối với các nguyên liệu thô thiết yếu như P4 (được sử dụng trong TPA cấp điện tử).

Biểu đồ 20: Tổng tồn kho IC và hiệu suất của các nhà máy fab, toàn cầu

Hiệu suất các nhà máy fab chạm mức đáy trong Q1/2024 nhưng hiện đang hồi phục nhờ bổ sung lượng hàng tồn kho và nhu cầu đối với chip IC và hàng điện tử tiêu dùng gia tăng

**Bảng 21: So sánh các loại pin Lithium-ion**

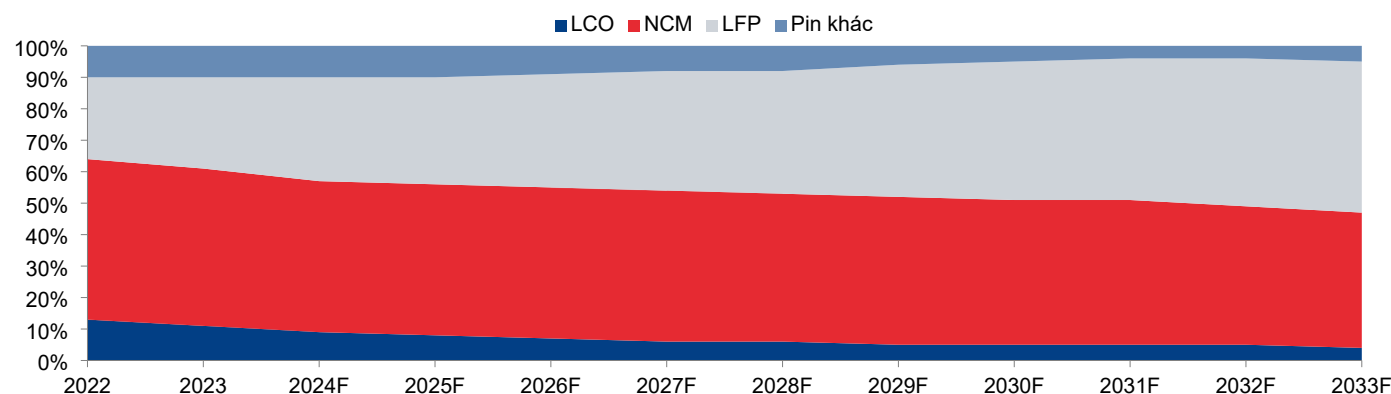
Thành phần chế tạo LFP không chứa các nguyên liệu có giá thành cao và nguồn tài nguyên dồi dào như coban (Co) và Niken (Ni)

Pin Lithium-ion	Hiệu suất	Năng lượng tiêu hao	Độ an toàn	Tuổi thọ	Chi phí
LCO (LiCoO2)	Thấp	Cao	Thấp	Thấp	Thấp
LMO (LiMn2O4)	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Thấp	Thấp
NMC (LiNiMnCoO2)	Trung bình	Cao	Trung bình	Trung bình	Thấp
NCA (LiNiCoAlO2)	Trung bình	Cao	Thấp	Trung bình	Trung bình
LTO (Li2TiO3)	Trung bình	Thấp	Cao	Cao	Cao
LFP (LiFePO4)	Cao	Thấp	Cao	Cao	Thấp

Nguồn: Pisen Việt Nam, HSC

Biểu đồ 22: Dự báo thị phần LFP

Pin LFP đang dần thay thế pin NMC do pin LFP phù hợp hơn với các mẫu xe điện tầm trung và giá cả phải chăng



Nguồn: Fastmarkets, HSC

Về LFP, photpho vàng là một nguyên tố quan trọng trong sản xuất pin LFP (P ở đây là photpho). LFP mang lại những lợi thế đáng kể, thứ nhất là rẻ hơn khoảng 20% so với pin NMC (50% thị phần trong năm 2023) trên mỗi kilowatt giờ lưu trữ năng lượng. Chi phí thấp hơn cũng là nhờ các thành phần sản xuất của LFP vì chúng không chứa các vật liệu đắt tiền như coban (Co) hay niken (Ni).

Ngoài ra, pin LFP xuống cấp chậm hơn theo thời gian, giữ lại khoảng 92% dung lượng ban đầu sau 2.500 chu kỳ sạc (đã kiểm thử trong bảy năm với tần suất sử dụng hàng ngày) so với pin NMC (mất khoảng 23% dung lượng ban đầu). Đối với xe điện, sự xuống cấp nhanh hơn của pin làm giảm phạm vi hoạt động của xe trong mỗi lần sạc và có thể làm giảm giá trị của xe nhanh hơn.

Giá P4 của Việt Nam: Gắn liền với nhu cầu bán dẫn và sự gián đoạn nguồn cung của Trung Quốc

Một yếu tố hạn chế khác là việc ứng dụng LFP trong vài năm qua chịu sự độc quyền của Trung Quốc trong việc phát triển loại pin này. Trung Quốc đã chiếm gần như toàn bộ sản lượng toàn cầu (99% công suất LFP toàn cầu trong năm 2022) do các thỏa thuận bằng sáng chế miễn phí bản quyền cho các công ty Trung Quốc, khiến LFP trở nên đắt đỏ đối với các doanh nghiệp bên ngoài. Mãi đến cuối năm 2022, nhiều bằng sáng chế và thỏa thuận cấp phép LFP quan trọng mới hết hạn, mở ra cánh cửa cho sự đổi mới và tăng trưởng quốc tế.

P4 nhập khẩu từ Việt Nam được sử dụng chủ yếu để sản xuất axit photphoric nhiệt cấp điện tử, và việc này chủ yếu được thúc đẩy bởi nhu cầu bán dẫn. Do đó, giá xuất khẩu P4 của Việt Nam rất nhạy cảm với những biến động trong ngành công nghiệp bán dẫn.

Ngoài ra, mặc dù Trung Quốc gần như đã ngừng xuất khẩu P4 sau khi áp dụng thuế suất xuất khẩu 20% thì giá xuất khẩu P4 của Việt Nam vẫn có khả năng phải đối mặt với áp lực giảm trong bối cảnh Trung Quốc có kế hoạch mở rộng công suất P4. Để đánh giá tác động tiềm ẩn của việc này, chúng ta sẽ xem xét những biến động thị trường của một dẫn xuất chính từ P4: TPA.

Lưu ý, giá trị xuất khẩu H₃PO₄ của Trung Quốc (chủ yếu là TPA; sẽ được thảo luận bên dưới) đã tăng 81,5% so với cùng kỳ trong năm 2022. Sự tăng vọt về giá trị này chủ yếu là nhờ giá tăng khi điều kiện thời tiết trở nên khắc nghiệt từ cuối năm 2021 đến năm 2022, khiến giá than cho các nhà máy điện tăng và gây ra tình trạng thiếu điện. Để đảm bảo đủ điện cho các hộ gia đình, Trung Quốc – quốc gia xuất khẩu H₃PO₄ lớn thứ hai sau Maroc – đã phải cắt giảm sản lượng và hoãn kế hoạch mở rộng trong các ngành công nghiệp không thiết yếu, bao gồm cả P4. Hậu quả của việc cắt giảm sản lượng này là tình trạng thiếu hụt H₃PO₄. Khi Trung Quốc giảm sản lượng, P4 từ Việt Nam trở thành nguyên liệu đầu vào quan trọng để sản xuất TPA, dẫn đến giá tăng vọt 87% so với cùng kỳ trong năm 2022.

Trong năm 2023, giá P4 của Việt Nam đã giảm đáng kể khi các nhà máy P4 của Trung Quốc hoạt động trở lại để tăng nguồn cung, trùng với thời điểm nhu cầu của các ngành công nghiệp hạ nguồn chậm lại.

Trong năm 2024, HSC dự báo giá P4 của Việt Nam sẽ vẫn chịu áp lực, mặc dù với tốc độ chậm hơn nhờ nhu cầu dự kiến sẽ phục hồi vào cuối năm và kéo dài sang năm 2025.

Giới hạn công suất (liên quan đến các lo ngại về môi trường) đã thúc đẩy sự tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị

Ở Việt Nam, cứ 100.000 tấn P4 được sản xuất thì sẽ tạo ra khoảng 1 triệu tấn chất thải rắn (xỉ thải), chủ yếu ở tỉnh Lào Cai, một trung tâm sản xuất P4 lớn. Khối lượng chất thải lớn này làm dấy lên lo ngại về môi trường vì nó đòi hỏi bãi chứa lớn để xử lý, có khả năng gây ra phá hủy môi trường sống và ô nhiễm đất lâu dài. Ngoài ra, quy trình nhiệt còn thải ra cacbon monoxit (CO), dẫn đến ô nhiễm không khí. Những vấn đề môi trường này có thể khiến Chính phủ hạn chế việc mở rộng công suất, từ đó hạn chế triển vọng tăng trưởng cho các doanh nghiệp sản xuất P4.

DGC đang giải quyết các thách thức tiềm ẩn về công suất bằng cách mở rộng theo cả chiều ngang và chiều dọc trên chuỗi giá trị của mình. Điều này bao gồm việc tăng cường sản xuất phân bón thông qua quy trình trích ly đồng thời phát triển các dẫn xuất P4 giá trị cao như TPA cấp thực phẩm và cấp điện tử, POCl₃ (cho chất chống cháy), P₂S₅ (cho thuốc trừ sâu) và PCI₃ (cho chất hóa dẻo). Tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của các phân khúc này sẽ được phân tích chi tiết hơn trong các phần tiếp theo sau đây.

Bảng 23: Các sự kiện liên quan đến giá phốt pho Việt Nam

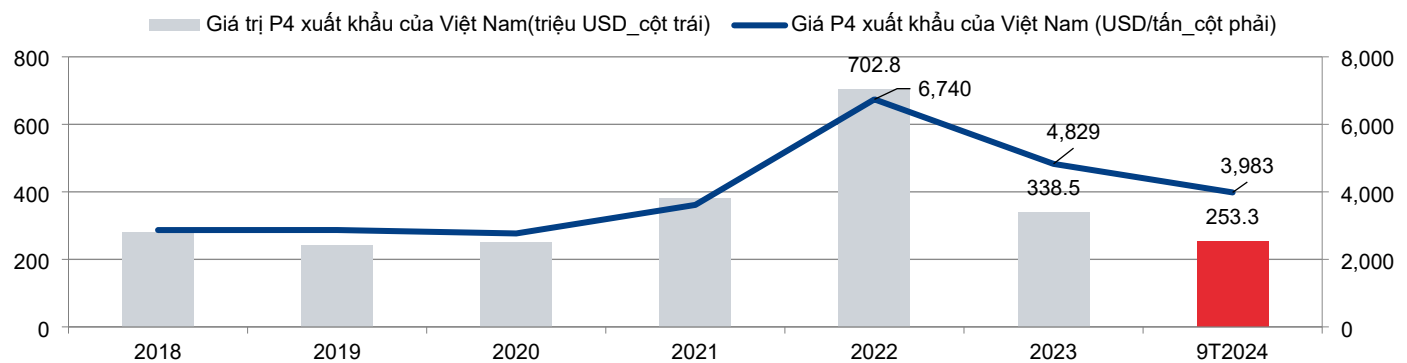
Giá phốt pho của Việt Nam gắn liền với ngành công nghiệp bán dẫn cũng như sản lượng sản xuất của Trung Quốc

Thời điểm	Giá P4 xuất khẩu của Việt Nam	Sự kiện thế giới
2021	Tăng 30%	Giá than cốc tăng 14% Tỉnh Vân Nam (~42% công suất P4 của Trung Quốc) đã thực hiện các chính sách hạn chế tiêu thụ năng lượng trong sản xuất P4, thắt chặt nguồn cung TPA toàn cầu Nhu cầu bán dẫn bùng nổ toàn cầu với mức tăng trưởng 24,3%
2022	Tăng thêm 87%	Giá than cốc tăng thêm 43%, tăng mạnh do chiến tranh Nga - Ukraine và điều kiện thời tiết khắc nghiệt Tỉnh Vân Nam hạn chế hoạt động khai thác quặng apatit do lo ngại ảnh hưởng đến môi trường Trung Quốc không bổ sung thêm công suất sản xuất P4 mới gây ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung Nhu cầu bán dẫn có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại ở mức tăng 5,7% 2021
2023	Điều chỉnh mạnh giảm 28%	Giá than cốc tăng thêm 10% Các nhà máy P4 của Trung Quốc hoạt động trở lại nhằm bù đắp nguồn cung thiếu hụt Cầu chung của các ngành công nghiệp hạ nguồn suy yếu

Nguồn: HSC complication

Biểu đồ 24: Xuất khẩu Phốt pho (chủ yếu phốt pho vàng), Việt Nam

Sau khi tăng 30% trong năm 2021 do nhu cầu bán dẫn tăng mạnh, giá P4 của Việt Nam tăng vọt 87% trong năm 2022, do thiếu hụt nguồn cung tại Trung Quốc, sau đó ổn định trong năm 2023-2024



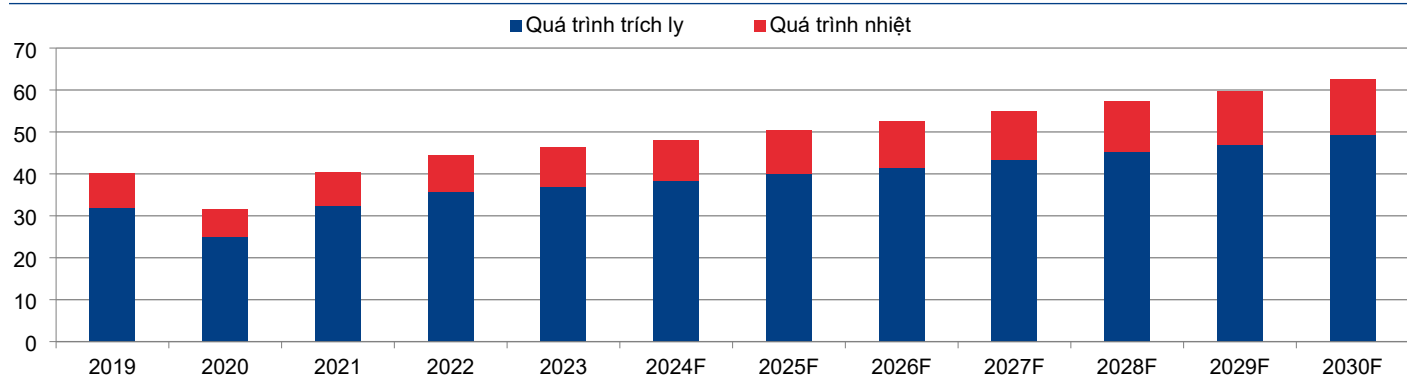
Nguồn: HSC

Axit photphoric (H3PO4)

Mặc dù không có số liệu chi tiết về cơ cấu giá trị thương mại của H3PO4 theo loại (TPA hoặc WPA) nhưng HSC tin rằng Trung Quốc (nước xuất khẩu lớn thứ hai thế giới) chủ yếu xuất khẩu axit photphoric được sản xuất bằng phương pháp nhiệt. Ngược lại, xuất khẩu từ các nước châu Phi, đặc biệt là Maroc (nước xuất khẩu lớn nhất), chủ yếu được sản xuất thông qua quy trình trích ly, do chất lượng quặng apatit của nước này thấp hơn. Đối với Việt Nam, tỷ lệ xuất khẩu TPA và WPA khá cân bằng với DGC là công ty thống lĩnh thị trường.

Biểu đồ 25: Quy mô trị trường axit photphoric (tỷ USD)

Axit photphoric trích ly là động lực tăng trưởng chính trên toàn cầu với dự báo CAGR 7 năm đạt 4,5%



Nguồn: Knowledge Based Value, HSC

Như đã đề cập trong chuỗi giá trị ở trên, axit photphoric được phân loại thành các loại/cấp khác nhau dựa trên hàm lượng P₂O₅. Có ba loại/cấp H₃PO₄ chính được sản xuất thông qua quy trình nhiệt. Trong khi đó, quy trình trích ly chủ yếu được sử dụng trong ngành công nghiệp phân bón và chiếm 80% thị trường axit photphoric toàn cầu trong năm 2023.

H₃PO₄ cấp công nghiệp được sử dụng trong chất tẩy rửa nhờ khả năng loại bỏ hiệu quả các cặn khoáng và gỉ sét bằng cách điều chỉnh độ pH, đặc biệt hữu ích cho việc tẩy cặn và loại bỏ cặn vôi trên thiết bị công nghiệp để duy trì hiệu suất và ngăn ngừa tổn thất năng suất. H₃PO₄ cấp thực phẩm giúp tăng cường hương vị trong thực phẩm và đồ uống đồng thời hoạt động như một chất bảo quản. Hai loại H₃PO₄ này thường có hàm lượng P₂O₅ dưới 90%.

Trong khi đó, H₃PO₄ cấp điện tử cần có hàm lượng P₂O₅ trên 99% để dùng cho các ứng dụng có độ tinh khiết cao trong các ngành công nghiệp như điện tử, xe điện và chip bán dẫn.

TPA: TPA cấp thực phẩm là trọng tâm chính

Điều quan trọng cần nhấn mạnh là xuất khẩu axit photphoric của Việt Nam chủ yếu do DGC chiếm ưu thế, với phần lớn sản phẩm xuất khẩu là TPA cấp thực phẩm. Tỷ trọng của WPA trong giá trị xuất khẩu có xu hướng biến động tùy thuộc vào điều kiện thị trường trong nước và quốc tế. Lợi thế cạnh tranh của Việt Nam trong phân khúc này bao gồm chi phí lao động và điện rẻ, cộng với nguồn quặng apatit sẵn có.

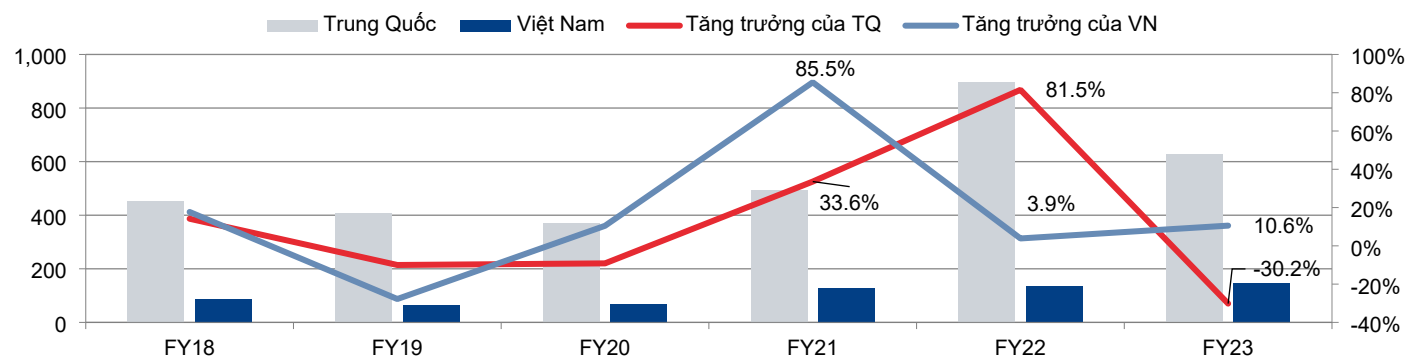
Về TPA cấp thực phẩm, thị trường xuất khẩu chính của DGC là Ấn Độ, Malaysia, Indonesia và Thái Lan, chiếm 60% tổng lượng xuất khẩu axit photphoric của Việt Nam trong năm 2023. TPA được sử dụng rộng rãi trong ngành công nghiệp thực phẩm và đồ uống, bao gồm nước giải khát và sản xuất đường. Đối với thị trường Ấn Độ (chiếm 50% lượng xuất khẩu TPA của DGC), do sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc, TPA cấp thực phẩm của Việt Nam chủ yếu được sử dụng trong ngành sản xuất đường, phù hợp với vị thế của Ấn Độ là nước sản xuất đường lớn nhất thế giới. Chiến lược của DGC bao gồm việc giao sản phẩm đến các cảng xa của Ấn Độ, gần các khu vực Maharashtra và Karnataka, nơi chiếm 40,3% sản lượng mía đường của Ấn Độ trong năm 2022, qua đó hạn chế khả năng tiếp cận của các đối thủ Trung Quốc.

Bằng cách đảm bảo một thị trường ổn định, ngành xuất khẩu axit photphoric của Việt Nam đã giảm sự tương quan với thị trường Trung Quốc, một thị trường đã trải qua những biến động đáng kể trong những năm gần đây. Sự thay đổi chiến lược này giúp giảm thiểu rủi ro liên quan đến bối cảnh xuất khẩu không ổn định của Trung Quốc và củng cố chỗ đứng của Việt Nam tại các thị trường thay thế.

Công nghệ hiện tại của DGC cho phép công ty sản xuất TPA cấp LCD, có độ tinh khiết cao hơn cấp thực phẩm nhưng thấp hơn cấp điện tử/bán dẫn. Sản phẩm này chủ yếu được sử dụng trong các ứng dụng tivi LCD.

Biểu đồ 26: Giá trị xuất khẩu axit photphoric (triệu USD), so sánh Việt Nam và Trung Quốc

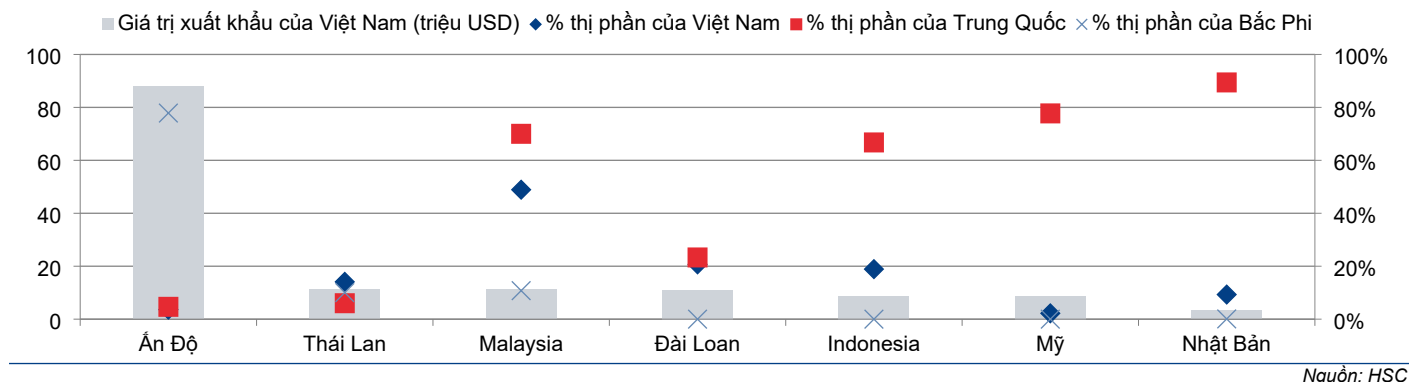
Việt Nam có khả năng duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ bất chấp những biến động đáng kể từ đối thủ cạnh tranh chính



Nguồn: HSC

Biểu đồ 27: Sự cạnh tranh từ các thị trường xuất khẩu chính axit photphoric của Việt Nam, 2023

Các đối thủ cạnh tranh đến từ châu Phi thống lĩnh thị trường axit photphoric toàn cầu do có lợi thế về quy mô sản xuất



WPA: Nguyên liệu không thể thay thế cho sản xuất phân bón

Axit photphoric trích ly được sản xuất thông qua quy trình trích ly ít tốn năng lượng hơn, tạo ra axit có độ tinh khiết thấp hơn so với quy trình nhiệt. Tuy nhiên, phương pháp này lý tưởng cho việc sản xuất phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi, phù hợp với nhu cầu ngày càng tăng trong các lĩnh vực này.

Bắc Phi dẫn đầu nguồn cung toàn cầu trong khi Ấn Độ là nhà nhập khẩu lớn nhất thế giới

Ngành nông nghiệp đóng một vai trò quan trọng trong nền kinh tế của Ấn Độ, đóng góp đáng kể vào cả GDP và việc làm. Tính đến năm 2024, ngành này sử dụng khoảng 45% lực lượng lao động và đóng góp khoảng 18% GDP của đất nước. Ấn Độ cũng là nước nhập khẩu axit photphoric lớn nhất, chủ yếu là axit photphoric được sản xuất thông qua quy trình trích ly, đóng vai trò là thành phần quan trọng trong sản xuất phân bón để hỗ trợ nhu cầu nông nghiệp rộng lớn của nước này.

Nguồn cung axit photphoric trích ly (WPA) toàn cầu chủ yếu do các nước Bắc Phi thống trị, nhờ trữ lượng quặng apatit khổng lồ của họ. Vì loại quặng này không thích hợp để sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn như photpho vàng nên các quốc gia này tập trung chủ yếu vào sản xuất WPA. Sự tập trung chiến lược này cho phép các nước Bắc Phi đạt được lợi thế kinh tế theo quy mô đáng kể, giúp bù đắp chi phí vận chuyển cao do vận chuyển hóa chất theo dạng hàng rời, hầu hết được vận chuyển qua Biển Đỏ đến các thị trường trọng điểm như Ấn Độ.

DGC chủ yếu tập trung xuất khẩu vào các thị trường lân cận trong khu vực

Do sự cạnh tranh gay gắt tại thị trường Ấn Độ, nơi các nhà sản xuất Bắc Phi thống trị phân khúc WPA, cùng với chi phí vận chuyển WPA cao, nên DGC chủ yếu xuất khẩu sang các thị trường khu vực như Thái Lan, Malaysia và Indonesia.

Công ty sẽ áp dụng phương pháp linh hoạt dựa trên điều kiện thị trường: hoặc xuất khẩu WPA hoặc sử dụng nội bộ làm nguồn đầu vào để sản xuất các sản phẩm dẫn xuất trong phân khúc phân bón. WPA là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất nhiều loại phân bón như DAP, MAP, NPK cũng như phụ gia thức ăn chăn nuôi.

Bảng 28: Phân loại phân bón

Với độ hòa tan vừa phải, SSP hiện được sử dụng làm đầu vào để sản xuất các loại phân bón khác

Loại	SSP (supe photphát)	DAP & MAP (amoni photphát)	NPK
Thành phần	Chủ yếu là nguyên tố P (16-20% P ₂ O ₅)	DAP: N (18%) + P (46% P ₂ O ₅) MAP: N (11%) + P (48% P ₂ O ₅)	Thay đổi (thường là N, P, K theo tỷ lệ)
Ứng dụng chính	Cải thiện khả năng cung cấp photpho Sử dụng làm đầu vào để sản xuất DAP, MAP và điều chỉnh NPK đến mức tỷ lệ mong muốn	Cải thiện photpho và khả năng cung cấp nitơ	Dinh dưỡng cân bằng cho nhiều loại cây trồng
Chi phí	Thấp	Cao hơn SSP; thay đổi theo từng loại	Thay đổi dựa trên tỷ lệ dinh dưỡng
Độ hòa tan *	Thấp đến trung bình	Cao	Thay đổi dựa trên tỷ lệ

Ghi chú: (*) Độ hòa tan trong phân bón rất quan trọng để đảm bảo cây trồng có thể dễ dàng hấp thụ các chất dinh dưỡng có trong phân bón
Nguồn: DGC, HSC thu thập

Phân bón: MAP & DAP dẫn đầu tăng trưởng

Phân bón rất quan trọng đối với nền nông nghiệp toàn cầu, giúp cung cấp các chất dinh dưỡng đa lượng thiết yếu thúc đẩy sự phát triển của cây trồng. Ba chất dinh dưỡng chính là nitơ/đạm (N), rất quan trọng cho sự hình thành protein và enzyme; photpho/lân (P), thúc đẩy sự phát triển của rễ và chuyển hóa năng lượng; và kali (K), giúp tăng cường khả năng chống chịu với thời tiết bất lợi. Khi kết hợp với nhau, những chất dinh dưỡng này giúp tối ưu hóa năng suất nông nghiệp và tạo tính bền vững.

Có nhiều loại phân bón khác nhau, bao gồm các loại phân bón gốc nitơ như urê và kali sunfat, phân bón gốc photphát như supe lân (SSP), amoni photphat (DAP và MAP), cũng như hỗn hợp NPK. Trong báo cáo này, HSC sẽ tập trung vào phân bón gốc photphát và NPK, những mảng cốt lõi trong hoạt động của DGC. Công ty có lợi thế cạnh tranh khác biệt trong các lĩnh vực này nhờ khả năng tiếp cận các nguyên liệu thô chính và công nghệ sản xuất tiên tiến.

Lưu ý, các công ty phân bón trong danh sách khuyến nghị của HSC là CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 41.600đ) và Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 40.800đ) là các công ty sản xuất urê và NPK. DPM là nhà sản xuất urê hàng đầu, chiếm 36% thị phần, tiếp theo là DCM với 32% thị phần. Trong khi đó, ở phân khúc NPK, DPM và DCM lần lượt nắm giữ 5,3% và 8,3% thị phần.

Tổng quan về ngành phân bón: Supe lân cung vượt cầu; DAP/MAP thiếu hụt

Theo Hiệp hội Phân bón Việt Nam, nhu cầu supe lân là khoảng 1,1 triệu tấn mỗi năm trong khi công suất quốc gia đạt 2,3 triệu tấn, dư thừa 1,2 triệu tấn. Lượng dư thừa này chủ yếu ở supe lân chứ không phải amoni photphat (DAP & MAP) vì cả nước vẫn phải nhập khẩu 40% nhu cầu phân bón DAP. HSC tin rằng sự thiếu hụt phân bón DAP và MAP ở Việt Nam bắt nguồn từ năng lực sản xuất WPA hạn chế của đất nước, một nguyên liệu đầu vào chính cho các loại phân bón này. Trong khi đó, Việt Nam phụ thuộc hoàn toàn vào phân bón kali (SOP) nhập khẩu do không có nguồn quặng kali trong nước.

DGC ban đầu tập trung vào sản xuất phân bón photphát thô (SSP) nhưng hiện đã mở rộng hoạt động sang phân bón photphát sử dụng trực tiếp, bao gồm DAP, MAP và NPK. DGC hiện có công suất thiết kế hàng năm khoảng 100.000 tấn cho mỗi loại phân bón DAP, MAP và NPK. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tập trung nhiều hơn vào sản xuất MAP và DAP do tính chất phân mảnh của thị trường NPK, một thị trường có rào cản gia nhập thấp.

Ngược lại, việc sản xuất DAP và MAP đòi hỏi tỷ lệ dinh dưỡng được tiêu chuẩn hóa và các khoáng chất khác nhau làm đầu vào, tạo ra rào cản gia nhập cao hơn. Việc DGC sử dụng WPA nội bộ, một nguyên liệu đầu vào chính cho DAP và MAP, cũng mang lại lợi thế về chi phí, giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận nhờ sự liên kết về mặt sản xuất.

Ngoài ra, DGC vận hành một dây chuyền sản xuất SOP nhỏ với công suất hàng năm là 4.800 tấn; HSC coi đây là một tài sản chiến lược để thâm nhập thị trường đang thiếu nguồn cung này.

DAP tiêu thụ chủ yếu tại thị trường nội địa, trong khi MAP hướng đến thị trường khu vực

Do thiếu hụt trong nước đáng kể trong bối cảnh nhu cầu phân bón DAP tăng cao (46% nhu cầu tương đương 438.000 tấn đã được nhập khẩu trong năm 2023), sản lượng DAP của DGC (100.000 tấn mỗi năm) chủ yếu được thị trường nội địa hấp thụ. Tuy nhiên, DGC sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc, quốc gia chiếm 90% lượng nhập khẩu DAP của Việt Nam (khoảng 394.200 tấn) trong năm 2023, với lợi thế về cả chi phí và chất lượng. Tuy nhiên, DGC tập trung vào DAP giàu dinh dưỡng với hàm lượng nitơ 18% và photpho 46% (so với hàm lượng nitơ 15% và photpho 45% từ các nhà sản xuất trong nước), đồng nghĩa với việc Công ty có vị thế tốt để cạnh tranh với các sản phẩm Trung Quốc bất chấp nhiều thách thức.

Trong khi đó, đối với MAP, DGC rất có thể sẽ xuất khẩu sản phẩm sang các nước láng giềng trong khu vực Đông Nam Á, chẳng hạn như Campuchia, Malaysia, Indonesia và Philippines, lần lượt chiếm 27,3%, 25,1%, 9,8% và 5% thị phần giá trị xuất khẩu MAP của Việt Nam trong năm 2023.

Lo ngại về thuế tự vệ hết hạn được xoa dịu bằng việc áp dụng thuế GTGT đầu ra 5%

Vào Q4/2022, Bộ Công Thương đã quyết định không gia hạn thuế tự vệ đối với phân bón DAP và MAP sau khi xem xét tác động của thuế này đối với cả nhà sản xuất và nông dân. Sau khi thuế tự vệ hết hạn vào năm 2022, tỷ trọng của Trung Quốc trong tổng giá trị nhập khẩu DAP của Việt Nam đã tăng đáng kể từ mức 44% trong năm 2022 lên 90% trong năm 2023, khiến môi trường cạnh tranh trở nên cực kỳ khắc nghiệt đối với các nhà sản xuất trong nước. Thuế nhập khẩu nhỏ 6% đối với DAP (không áp dụng cho MAP) dường như không đủ để bảo vệ các nhà sản xuất trong nước trong trường hợp này.

HSC nhấn mạnh rằng áp lực từ DAP nhập khẩu từ Trung Quốc thường phát sinh vào nửa cuối mỗi năm. Mô hình này là do chính sách của Trung Quốc áp đặt hạn chế xuất khẩu trong thời kỳ cao điểm nông nghiệp (thường là vào nửa đầu năm) và nới lỏng xuất khẩu vào mùa trái vụ (thường là vào nửa cuối năm). Trong 8 tháng đầu năm 2024, tổng giá trị DAP nhập khẩu từ Trung Quốc đạt 152 triệu USD, tăng 68% so với cùng kỳ.

Về đề xuất thuế suất GTGT 5% đối với phân bón, HSC lưu ý rằng vào năm 2014, Luật Thuế GTGT đã được sửa đổi, chuyển phân bón từ diện chịu thuế suất GTGT 5% sang diện không chịu thuế. Điều này được thực hiện để giảm chi phí cho người dùng cuối nhưng trên thực tế đã vô tình ảnh hưởng đến các nhà sản xuất trong nước. Theo đó, các doanh nghiệp sản xuất phân bón không thể khấu trừ thuế GTGT đầu vào (hiện đang ở mức từ 5% đến 10%) mà phải ghi nhận là chi phí, từ đó làm tăng chi phí sản xuất và giảm khả năng cạnh tranh so với phân bón nhập khẩu.

Ngược lại, phân bón nhập khẩu được hưởng lợi từ việc miễn thuế và vẫn có thể được hoàn lại toàn bộ thuế GTGT đầu vào (tại quốc gia của họ), qua đó đạt được lợi thế về giá so với các sản phẩm trong nước. Theo Agromonitor (nhà cung cấp thông tin thị trường), trong 9 tháng đầu năm 2024, Việt Nam đã nhập khẩu khoảng 3,76 triệu tấn phân bón trị giá gần 1,3 tỷ USD, tăng 34% so với cùng kỳ về khối lượng và 29% so với cùng kỳ về giá trị. Phân bón nhập khẩu gia tăng càng gây nhiều áp lực lên các nhà sản xuất trong nước vì phải đối mặt với chi phí sản xuất tăng do không được hoàn thuế GTGT đầu vào.

Dự thảo sửa đổi Luật Thuế GTGT đã được xem xét trong kỳ họp thứ 7 Quốc hội khóa XV vào ngày 29/10 và dự kiến sẽ được bỏ phiếu từ ngày 20 đến ngày 30/11. Một đề xuất quan trọng trong sửa đổi này là áp dụng mức thuế suất GTGT 5% đối với phân bón, hiện đang không chịu thuế GTGT. Nếu được thông qua, sửa đổi này dự kiến sẽ có hiệu lực vào đầu năm 2025. Nếu thuế suất GTGT 5% được áp dụng trở lại đối với phân bón, các nhà sản xuất trong nước sẽ được hưởng lợi lớn từ việc hoàn thuế GTGT đầu vào, dẫn đến chi phí sản xuất thấp hơn và tạo điều kiện để giảm giá bán (để bù đắp thuế suất GTGT 5% khiến người dùng cuối chịu chi phí cao hơn). Trong khi đó, các sản phẩm nhập khẩu sẽ gặp nhiều thách thức hơn vì không có vùng trống này để giảm giá bán bình quân, khiến giá bán các sản phẩm này kém cạnh tranh hơn.

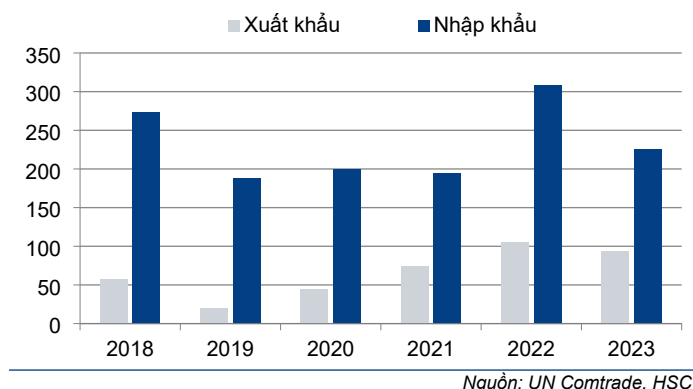
Một phân tích định lượng của dự án IPSC của USAID cho thấy việc áp dụng thuế suất GTGT 5% có thể làm giảm 2% giá urê sản xuất trong nước, 1,13% giá DAP, 0,87% giá photphat, và làm tăng nhẹ 0,09% giá NPK. Ngược lại, giá phân bón nhập khẩu

như urê, DAP, NPK và các nguyên liệu đầu vào như SA và kali có thể tăng khoảng 5% (đối với người dùng cuối do áp dụng thuế suất GTGT 5%). Sự điều chỉnh thuế suất GTGT này có thể làm thay đổi đáng kể cơ cấu thị trường phân bón, củng cố vị thế của các nhà sản xuất trong nước.

Đối với DGC, chi phí đầu vào chính bao gồm quặng apatit (thuế suất GTGT 5%), lưu huỳnh (thuế suất GTGT 10%) và chi phí điện (thuế suất GTGT 10%). HSC ước tính chi phí sản xuất phân bón của DGC sẽ giảm khoảng 120 tỷ đồng cho năm 2025. Trong khi đó, phân khúc phân bón được dự báo sẽ đóng góp 23% doanh thu và 34% lợi nhuận gộp trong năm 2024. Luật này sẽ giúp DGC tăng lợi nhuận thêm 3% trong năm 2025-2026. Theo đó, một khi thuế suất GTGT 5% đối với phân bón được thông qua, lợi nhuận thuần của DGC sẽ tăng khoảng 3%.

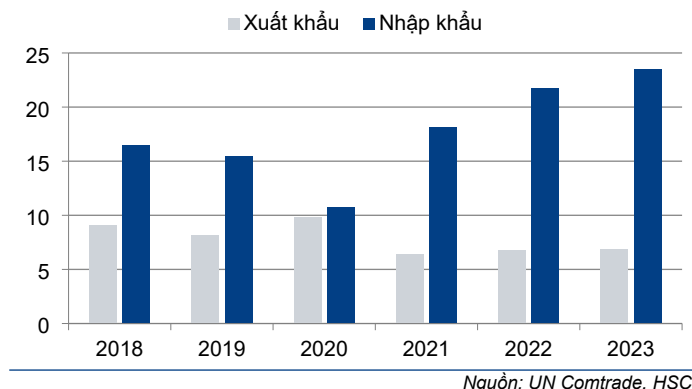
Biểu đồ 29: Giá trị giao dịch DAP của Việt Nam, Triệu USD

Phân bón amoni photphat như DAP...



Biểu đồ 30: Giá trị giao dịch MAP của Việt Nam, Triệu USD

...và MAP phải đối mặt với tình trạng thiếu nguồn cung kéo dài



Bảng 31: Kế hoạch bảo hộ đối với phân bón DAP & MAP

Sau khi đã hết hạn vào T9/2022, thuế bảo hộ không được gia hạn tiếp

Bắt đầu	Hết hạn	Thuế bảo hộ (đồng/tấn)
19-3-2017	6-3-2018	1,128,531
7-3-2018	6-3-2019	1,128,531
7-3-2019	6-3-2020	1,072,104
7-3-2020	6-3-2021	1,050,662
7-3-2021	6-3-2022	1,029,219
7-3-2022	6-9-2022	1,007,778
7-9-2022	Không gia hạn	0

Nguồn: Bộ Công thương, HSC

Phụ gia thức ăn chăn nuôi: DCP & MCP

Thức ăn chăn nuôi chủ yếu bao gồm các loại ngũ cốc như ngô, lúa mì và đậu nành. Cho giai đoạn 2024-2032, Thị trường thức ăn chăn nuôi của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 2,8%, được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng đối với các sản phẩm protein động vật như thịt, sữa và trứng, được hỗ trợ bởi quá trình đô thị hóa và dân số ngày càng tăng. Việt Nam đứng đầu Đông Nam Á và nằm trong top 10 toàn cầu về sản xuất thức ăn chăn nuôi. Vị trí dẫn đầu này được củng cố bởi sự tham gia của các công ty toàn cầu như CP Food, Cargill, De Heus hay CJ Group, v.v..

Thức ăn chăn nuôi được bổ sung các chất phụ gia photphat như dicalcium phosphate (DCP) và mono calcium phosphate (MCP). Các chất phụ gia này có thể tăng cường mức canxi và photpho, hỗ trợ sự phát triển của động vật, cải thiện sản lượng thịt, tăng cường khả năng sinh sản và tăng sức đề kháng với bệnh tật. Do đó, thị trường DCP và MCP dự kiến sẽ tăng trưởng cùng với sự mở rộng của thị trường thức ăn chăn nuôi Việt Nam.

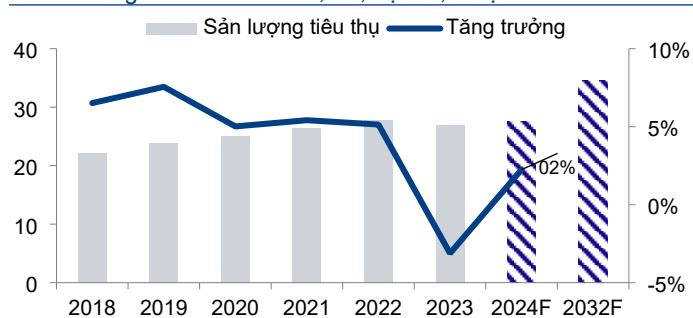
Phụ gia thức ăn chăn nuôi mặc dù chỉ chiếm 1-3% tổng số thành phần thức ăn nhưng lại ảnh hưởng đáng kể đến chi phí sản xuất, chiếm 12-15% chi phí tùy thuộc vào thành phần dinh dưỡng cần thiết. Điều này nhấn mạnh vai trò thiết yếu của các phụ gia này trong việc tối ưu hóa hiệu quả thức ăn và đáp ứng các tiêu chuẩn dinh dưỡng.

Hiện Việt Nam nhập khẩu hơn 600 triệu USD phụ gia thức ăn chăn nuôi mỗi năm để đáp ứng nhu cầu thị trường. Vào cuối năm 2023, Phó Thủ tướng Trần Lưu Quang ký quyết định phê duyệt đề án “Phát triển công nghiệp chuồng trại và xử lý chất thải chăn nuôi đến năm 2030”. Các mục tiêu cụ thể của kế hoạch bao gồm công nghiệp hóa sản xuất phụ gia thức ăn chăn nuôi trong nước với lợi thế cạnh tranh để cung cấp 20-25% nhu cầu trong nước vào năm 2025 và tăng lên 30-35% vào năm 2030.

DGC là nhà sản xuất trong nước duy nhất có khả năng sản xuất phụ gia thức ăn chăn nuôi gốc phốt phát nhờ năng lực công nghệ tiên tiến. Các sản phẩm của Công ty phục vụ đồng đều các thị trường tiêu thụ, với nhu cầu cao ở cả thị trường quốc tế như Ấn Độ và Đông Nam Á, và trong nước. Các công ty hàng đầu như các công ty FDI bao gồm CP Food, Cargill, CJ Group và công ty Việt Nam Dabaco (DBC; chưa khuyến nghị) chiếm khoảng 90% tổng lượng tiêu thụ trong nước, đảm bảo nhu cầu ổn định đối với các chất phụ gia gốc phốt phát của DGC

Biểu đồ 32: Thị trường thức ăn chăn nuôi VN (triệu tấn)

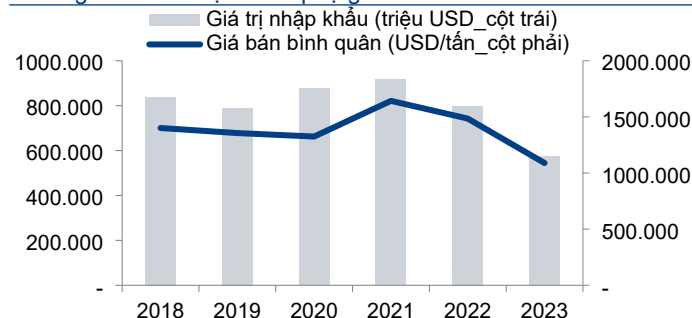
Thị trường thức ăn chăn nuôi VN được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR gđ 2024-2032 là 2,8%, đạt 34,6 triệu tấn năm 2032



Nguồn: GSO, Expert Market Research, HSC

Biểu đồ 33: Thị trường phụ gia thức ăn chăn nuôi Việt Nam

Để đáp ứng nhu cầu thị trường, mỗi năm Việt Nam nhập khẩu khoảng hơn 600 triệu USD phụ gia thức ăn chăn nuôi



Nguồn: Cục Chăn nuôi, HSC

Các dự án mới của DGC: Thông tin chi tiết

Những động lực tăng trưởng trong dài hạn của DGC dự kiến sẽ đến từ dự án Chlor-Alkali-Vinyl (CAV)/Nghị Sơn và dự án ethanol. Trong khi đó, dự án Đắk Nông (bổ xít - nhôm) và dự án BĐS sẽ giúp củng cố vị thế của DGC như một lựa chọn đầu tư với các yếu tố cơ bản vững chắc. Trong phần này, HSC sẽ đi sâu thảo luận những dự án trên.

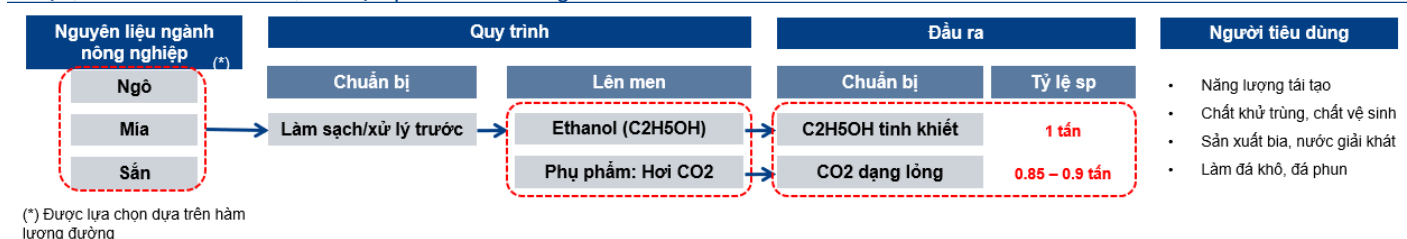
Dự án ethanol tại Đắk Nông

DGC đã mua lại nhà máy ethanol của Công ty TNHH Đại Việt vào tháng 4 năm nay với tổng giá trị 253 tỷ đồng và cải tạo lại nhà máy này với tổng vốn đầu tư cho cả hai giai đoạn khoảng 360 tỷ đồng. Nhà máy ethanol này, với công suất thiết kế 50.000 tấn ethanol mỗi năm, đang trong giai đoạn sản xuất thử nghiệm và dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động thương mại vào tháng 11 năm nay. HSC dự báo nhà máy ethanol này sẽ hoạt động với công suất 70% trong năm 2025 và đạt 100% trong năm 2026.

Bên cạnh ethanol, sản phẩm phụ của nhà máy là CO₂ lỏng, là một thành phần bổ sung đóng góp vào thu nhập của dự án này. Cứ với 1 tấn ethanol thì thu được 0,85-0,9 tấn CO₂, cho thấy rằng khi nhà máy hoạt động hết công suất 50.000 tấn thì sẽ thu được khoảng 42.500 tấn CO₂. Khách hàng chính của sản phẩm này bao gồm các công ty sản xuất bia và nước giải khát, các công ty sản xuất thuốc nổ và đá khô.

Biểu đồ 34: Quy trình sản xuất Ethanol

Nhu cầu ethanol và phụ phẩm, CO₂ lỏng, được ứng dụng rộng rãi trong nhiều ngành công nghiệp khác nhau, bao gồm năng lượng tái tạo, chăm sóc sức khỏe, và thực phẩm & đồ uống



Nguồn: DGC, HSC

HSC đã đưa dự án này vào mô hình dự báo. Khi hoạt động hết công suất, dự án sẽ tạo ra doanh thu lên tới 1.300 tỷ đồng, tương đương 12% doanh thu năm 2024 của DGC. Tỷ suất lợi nhuận thuần ước tính sẽ nằm trong khoảng 10-15%, tùy thuộc vào nhu cầu và giá bán bình quân.

Dự án Nghị Sơn

Chuỗi giá trị Chlor-Alkali-Vinyl (CAV)

Chuỗi giá trị của dự án Nghị Sơn bắt đầu bằng nguyên liệu đầu vào thiết yếu là natri clorua (NaCl; muối công nghiệp). Loại NaCl cụ thể cần thiết cho dự án này là NaCl công nghiệp hay natri clorua công nghiệp, thường có nồng độ cao hơn và ít tạp chất hơn. Theo EuroChlor, phương pháp chính để xử lý nguyên liệu này là thông qua quy trình điện phân tiêu tốn nhiều năng lượng với chi phí điện chiếm khoảng 67-77% tổng chi phí sản xuất. Tuy nhiên, do chi phí điện ở Việt Nam rẻ hơn nhiều, HSC tin rằng DGC sẽ có thể giảm tỷ lệ này xuống còn khoảng 50% tổng chi phí sản xuất. Sản phẩm chính từ quá trình này là clo và xút.

Clo là một hóa chất đa năng có thể được sử dụng để sản xuất nhiều loại sản phẩm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng trong các phân khúc như nước Javel, chất xử lý nước PAC, sản xuất xà phòng và chất tẩy rửa. Hơn nữa, clo có thể được tận dụng để tạo ra sức mạnh tổng hợp với vị thế vững chắc của DGC trên thị trường photpho, tạo điều kiện thuận lợi cho việc sản xuất thêm các dẫn xuất như photpho oxyclorua (POCl₃) cho chất chống cháy và photpho trichlorua (PCl₃) cho chất hóa dẻo.

Thị trường xút được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng từ ngành xà phòng và chất tẩy rửa. Về lâu dài, chất xúc tác quan trọng cho thị trường này sẽ là nhu cầu ngày càng tăng đối với alumina trong ngành vận tải. Ngoài ra, xút còn được ứng dụng trong nhiều lĩnh vực khác, bao gồm làm sạch bột giấy và khử trùng hàng dệt may, góp phần tăng thêm tiềm năng thị trường của mặt hàng này.

Ngoài ra, DGC có thể tận dụng nguồn đá vôi (CaCO_3) sẵn có trong nước cũng như clo ở dạng hơi để sản xuất các dẫn xuất khác, bao gồm PVC và soda (cho tầm nhìn dài hạn).

Natri clorua (NaCl)

Việt Nam hiện đang dư thừa sản lượng natri clorua muối ăn nhưng hằng năm vẫn phải nhập khẩu khoảng 500.000 tấn natri clorua công nghiệp để đáp ứng nhu cầu trong nước, đặc biệt là cho các ngành y tế và hóa chất, bao gồm cả ngành công nghiệp clo-kiềm. Chất lượng natri clorua tại Việt Nam chưa đáp ứng yêu cầu do mức độ tạp chất cao, và việc xử lý bổ sung để tinh chế làm tăng chi phí vượt quá chi phí của natri clorua nhập khẩu. Ngoài ra, sản xuất trong nước có quy mô nhỏ và thủ công, hạn chế khả năng cung cấp nguồn cung ổn định, lâu dài cho mục đích công nghiệp.

Tại Việt Nam, natri clorua thuộc danh mục sản phẩm chịu hạn ngạch nhập khẩu, cùng với trứng gia cầm, thuốc lá thô và đường. Trong năm 2024, hạn ngạch đối với natri clorua đã tăng lên 88.000 tấn (từ 84.000 và 80.000 tấn trong năm 2023 và 2022). Thuế suất nhập khẩu trong/ngoài hạn ngạch lần lượt là 15% và 50%. Các hạn ngạch này sau đó được phân bổ cho các doanh nghiệp có thể chứng minh mục đích sử dụng natri clorua công nghiệp là để sản xuất trong một số lĩnh vực nhất định, chẳng hạn như y tế, dược phẩm và hóa chất.

Xút (NaOH)

Xút là một trong những hóa chất cơ bản phổ biến nhất bên cạnh axit sunfuric (H_2SO_4) và photpho vàng (P_4), đóng vai trò là nguyên liệu thô quan trọng trong nhiều ngành công nghiệp cơ bản khác nhau như sản xuất giấy (được sử dụng trong quy trình nghiền và tẩy trắng), sản xuất nhôm, sản xuất chất tẩy rửa, hoặc ngành dệt may.

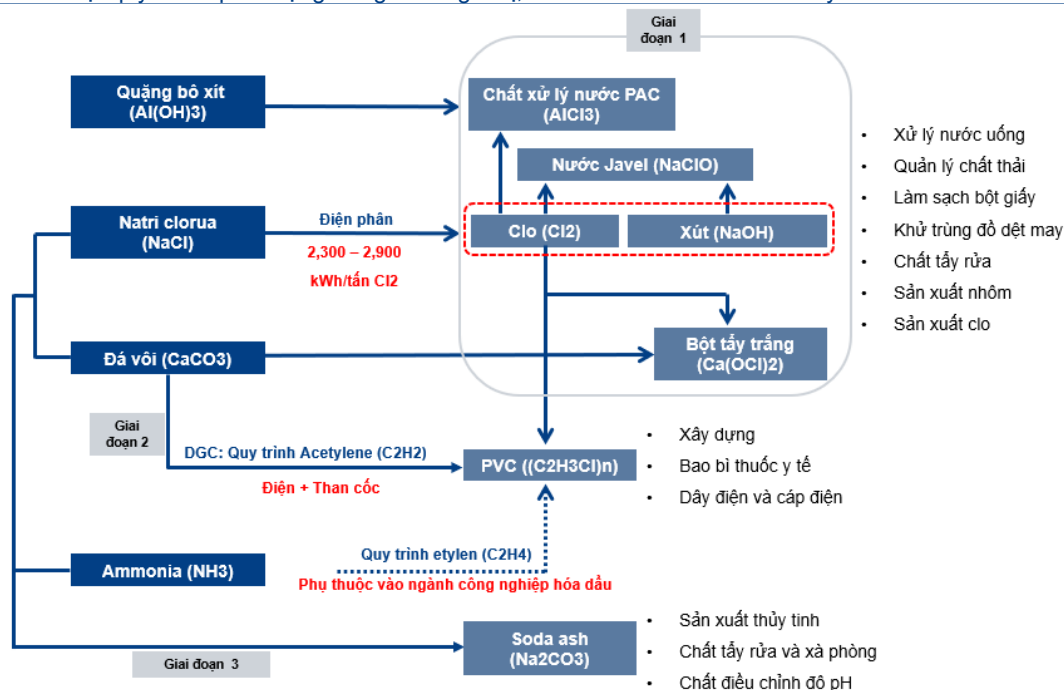
Xút được phân loại thành hai dạng chính: rắn và lỏng. Sự khác biệt chính là độ tinh khiết, với xút rắn đạt độ tinh khiết lên đến 100%, so với độ tinh khiết 30-50% của dạng lỏng. Thuế suất nhập khẩu hiện hành đối với hai loại này là 5% đối với dạng rắn và 20% đối với dạng lỏng. Xét đến sự khác biệt đáng kể về thuế suất nhập khẩu, nhưng tỷ trọng khá cân bằng trong tổng giá trị nhập khẩu, HSC tin rằng giá trị của xút rắn nhìn chung lớn hơn nhiều so với dạng lỏng.

Thiếu hụt nghiêm trọng, với nguồn cung chỉ đáp ứng khoảng 50% nhu cầu

Nhu cầu xút hằng năm của Việt Nam là khoảng 430.000 tấn, trong khi công suất sản xuất của cả nước chỉ ở mức 218.000 tấn trong năm 2024, tạo ra mức thiếu hụt đáng kể là 210.000 tấn. Để đáp ứng nhu cầu này, các nhà sản xuất trong nước phụ thuộc nhiều vào nguồn nhập khẩu, nhất là từ Trung Quốc. Do đó, biến động giá xút nhập khẩu thường phản ánh sự thay đổi trong điều kiện thị trường của Trung Quốc.

Biểu đồ 35: Động lực tăng trưởng trong dài hạn của DGC: tận dụng mọi nguồn lực từ chuỗi giá trị

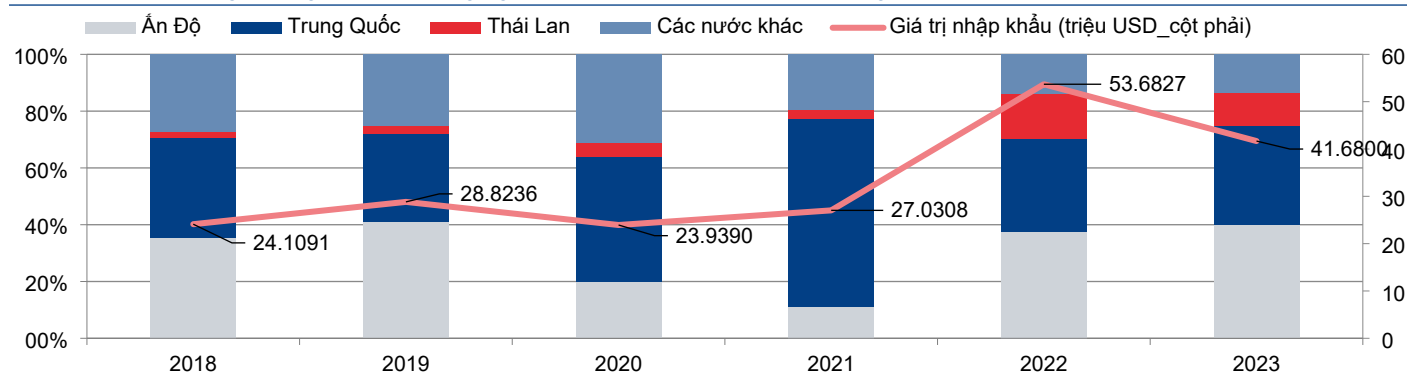
Quá trình điện phân là một quy trình quan trọng trong chuỗi giá trị, sản xuất ra các đầu ra thiết yếu như clo và xút



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 36: Giá trị nhập khẩu Natri clorua theo nguồn gốc, Việt Nam

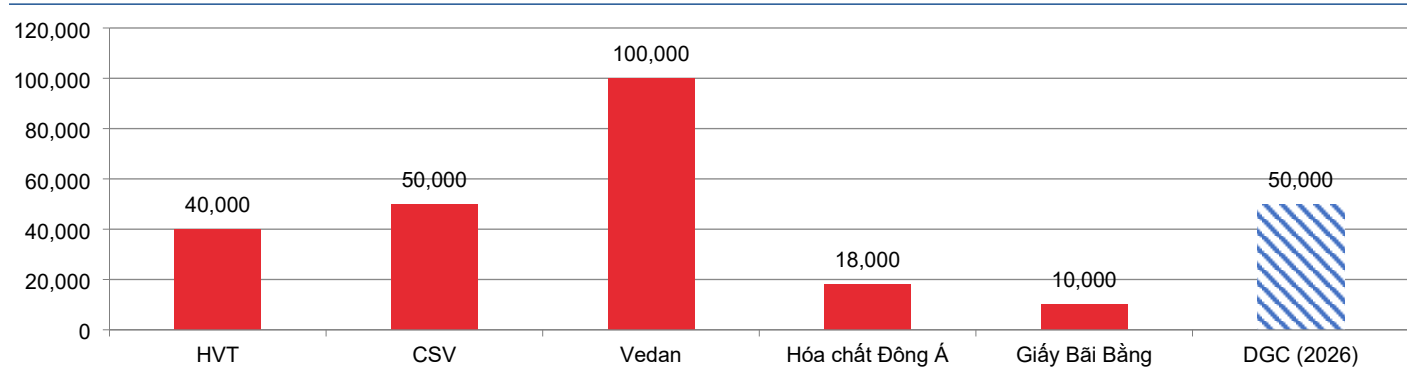
Các nước chính cung cấp nguồn NaCl công nghiệp cho Việt Nam là Ấn Độ, Trung Quốc và Thái Lan



Nguồn: UN Comtrade, HSC

Biểu đồ 37: Công suất sản xuất NaOH năm 2024 của Việt Nam (tấn/năm)

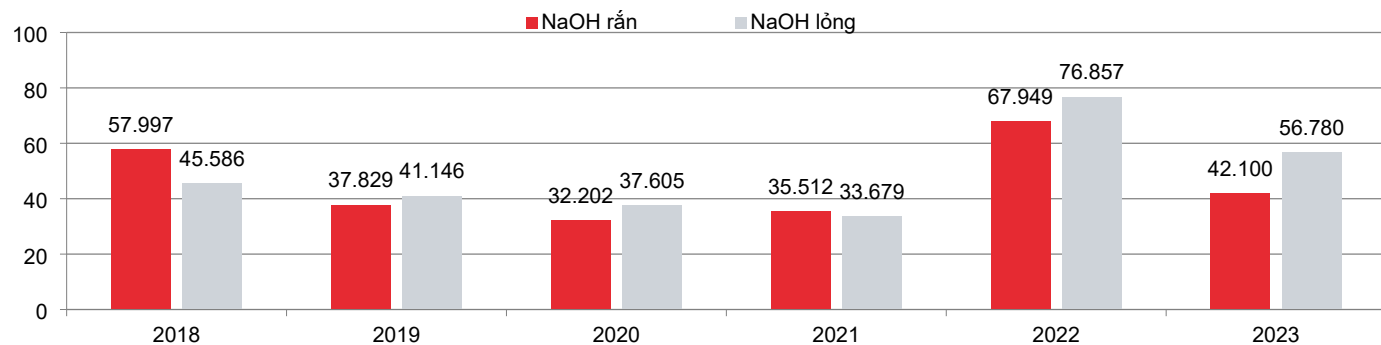
Khi giai đoạn 1 bắt đầu đi vào hoạt động năm 2026, DGC sẽ cung cấp cho thị trường thêm 50.000 tấn NaOH



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 38: Giá trị nhập khẩu NaOH của Việt Nam, theo chủng loại

Tỷ lệ của NaOH rắn và lỏng nhập khẩu vào Việt Nam vẫn duy trì ở mức độ khá cân bằng qua các năm



Nguồn: UN Comtrade, HSC

Với giai đoạn 1 của dự án Nghi Sơn dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2026, DGC sẽ bổ sung vào công suất toàn quốc thêm khoảng 50.000 tấn sản phẩm ở dạng rắn, cho phép công ty đáp ứng khoảng 10% nhu cầu trong nước.

Các dẫn xuất CAV khác giúp tạo ra nhiều sức mạnh tổng hợp hơn

Một trong những lo ngại liên quan đến quy trình điện phân là việc giải phóng quá nhiều khí clo (Cl_2), một loại khí có độc tính cao và có thể ảnh hưởng tiêu cực đến chất lượng không khí nếu không được xử lý đúng cách. Mặc dù nhu cầu về sản phẩm này ở Việt Nam rất lớn nhưng nhu cầu về khí clo tương đối thấp, vì nó chủ yếu được sử dụng trong ngành hóa dầu vốn vẫn chưa phát triển ở Việt Nam.

Trong giai đoạn đầu của dự án Nghi Sơn, ngoài việc cung cấp 50.000 tấn sản phẩm (tính theo dạng rắn hoặc tương đương 150.000 m³ ở dạng lỏng), DGC có kế hoạch giảm một phần lượng khí clo thải ra bằng cách tiếp tục sử dụng khí này để sản xuất các dẫn xuất như chất xử lý nước PAC ($AlCl_3$), nước Javel ($NaClO$), bột tẩy trắng ($Ca(OCl)_2$), cũng như photpho trichlorua (PCl_3), một loại hóa chất đa năng được sử dụng để sản xuất một số hàng hóa, bao gồm hóa chất nông nghiệp, chất hoạt động bề mặt và chất ổn định nhựa.

Vị trí đắc địa được bao quanh bởi các khách hàng tiềm năng lớn

Dự án có vị trí chiến lược tại Nghi Sơn, tỉnh Thanh Hóa, gần đường cao tốc Bắc Nam và Quốc lộ 1A. Việc nằm gần cảng nước sâu tạo điều kiện thuận lợi cho việc vận chuyển sản phẩm hiệu quả đến các khu vực khác nhau, bao gồm các nhà máy nhiệt điện ở miền Trung, hoặc nhà máy thép Formosa ở Hà Tĩnh, cũng như các khách hàng ở miền Bắc. Vị trí thuận lợi này giúp nâng cao năng lực vận chuyển, đảm bảo giao hàng và phân phối sản phẩm kịp thời khắp các thị trường trọng điểm.

Ngoài ra, dự án còn nằm gần Khu liên hợp Lọc hóa dầu Nghi Sơn. Khu vực này cũng gần nhà máy giấy Miza Nghi Sơn, hiện có công suất sản xuất khoảng 120.000 tấn giấy mỗi năm. Dự án có kế hoạch tăng công suất lên 240.000 tấn trong giai đoạn 2, dự kiến sẽ hoàn thành vào Q4/2025. Cả nhà máy lọc dầu và nhà máy giấy đều là những khách hàng tiềm năng cho dự án CAV của DGC, giúp tăng cơ hội thâm nhập thị trường và thúc đẩy quan hệ đối tác chiến lược trong khu vực.

Khởi công xây dựng vào tháng 12

Sau vài năm trì hoãn, DGC sẽ khởi công xây dựng dự án này vào tháng 12 năm nay. Tổng vốn đầu tư cho giai đoạn 1 của dự án này ước tính là 2 nghìn tỷ đồng, được tài trợ hoàn toàn bằng vốn tự có. Thời gian thi công dự kiến là 12 tháng và việc sản xuất thử nghiệm được ấn định vào cuối năm 2025. Hoạt động thương mại dự kiến bắt đầu vào đầu năm 2026. DGC đặt mục tiêu sớm hoạt động hết công suất trước năm 2027.

Ở giai đoạn này, HSC giả định nhà máy Nghi Sơn sẽ hoạt động với công suất lần lượt là 70%, 90%, 100% trong năm 2026, 2027, 2028. Khi đạt công suất tối đa, dự án này dự kiến sẽ tạo ra doanh thu 2 nghìn tỷ đồng mỗi năm, tương đương 20% doanh thu năm 2024 của DGC. Tỷ suất lợi nhuận thuần của dự án này được đặt mục tiêu là 10% nhưng chúng tôi tin rằng với hệ thống sản xuất có sự liên kết theo chiều dọc, tỷ suất lợi nhuận thuần sẽ tốt hơn mức đó, đạt khoảng 15%.

Dự án nhôm: Lộ trình vẫn chưa xác định

DGC đang có kế hoạch xây dựng một nhà máy nhôm trị giá 2,3 tỷ USD. Công ty đặt mục tiêu có được giấy phép đầu tư trong vòng hai năm tới và bắt đầu xây dựng ngay sau đó. Nếu đúng tiến độ, hoạt động toàn quy mô dự kiến sẽ bắt đầu vào năm 2029.

Để tài trợ cho dự án đầy tham vọng này, DGC đang xem xét nhiều phương án khác nhau bao gồm vốn tự có, phát hành tăng vốn, hợp tác chiến lược và vay vốn ngân hàng.

Một trong những thách thức chính đối với dự án này là nhu cầu điện năng đáng kể trong sản xuất nhôm. Tuy nhiên, nếu thành công, dự án nhôm có khả năng biến DGC thành một công ty có doanh thu hàng tỷ USD. HSC tin rằng việc tập trung vào các sản phẩm alumina sẽ là mục tiêu thực tế nhất đối với DGC ở giai đoạn này, trước khi sản xuất các sản phẩm nhôm nguyên chất tiêu tốn điện năng.

Do thiếu thông tin và thực tế là DGC vẫn chưa nhận được giấy phép đầu tư, chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình dự báo.

Bối cảnh

Nhôm là một kim loại màu trắng bạc, không nhiễm từ, có độ dẻo cao, rất cần thiết trong công nghiệp và thương mại hiện đại. Trọng lượng thấp kết hợp với độ bền cao của nhôm đã cách mạng hóa các lĩnh vực như hàng không vũ trụ và ô tô, nơi việc giảm trọng lượng sẽ trực tiếp giúp nâng cao hiệu quả. Ngoài ra, khả năng chống ăn mòn và độ dẫn điện tuyệt vời của nhôm khiến kim loại này trở nên cực kỳ giá trị khi sử dụng trong xây dựng và ứng dụng điện.

Quy trình sản xuất nhôm bắt đầu bằng việc khai thác quặng bô xít có chứa nhôm hydroxit ($\text{Al}(\text{OH})_3$). Sau đó, quặng được tinh chế bằng cách nghiền, rửa và trộn với xút ở nhiệt độ cao để tách alumina khỏi tạp chất, tạo ra nhôm oxit (Al_2O_3) ở dạng bột. Sau đó, alumina này được đưa vào quá trình luyện, nơi nó phản ứng với điện để chiết xuất nhôm nguyên chất, đây là giai đoạn tiêu tốn nhiều năng lượng nhất.

Nhôm nguyên chất được sản xuất từ giai đoạn này có thể được bán trên thị trường hoặc được tinh chế thêm trong quá trình chế tạo. Trong giai đoạn chế tạo, nhôm có thể được chế biến thành nhiều loại sản phẩm phù hợp với yêu cầu của các ngành công nghiệp hạ nguồn.

Biểu đồ 39 cho thấy quy trình sản xuất quặng bô xít - nhôm gồm một số bước chính sau:

- Khai thác bô xít.
- Tinh chế alumina.
- Luyện nhôm.
- Đúc và chế biến nhôm.

Biểu đồ 39: Quy trình sản xuất quặng bô xít - nhôm

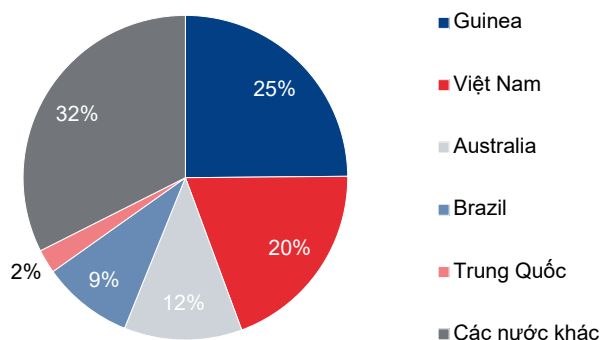
Nhu cầu nhôm ở nhiều ngành công nghiệp rất lớn nhờ đặc tính nhẹ, bền, và có thể tái chế



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 40: Trữ lượng quặng bô xít năm 2023 (30 tỉ tấn), toàn cầu

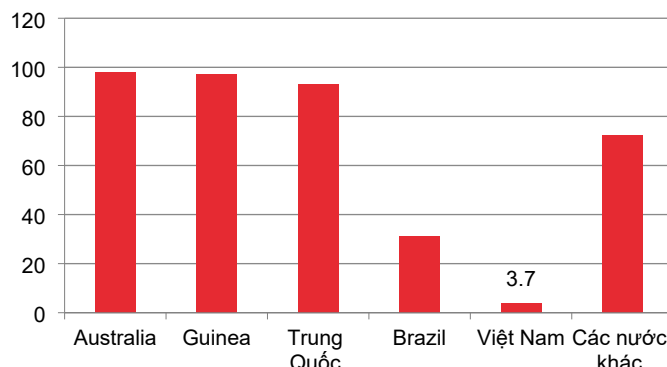
Việt Nam dù xếp thứ 2 toàn cầu về trữ lượng quặng bô xít...



Nguồn: US Geological Survey, HSC

Biểu đồ 41: Sản lượng sản xuất quặng bô xít năm 2023 (triệu tấn), toàn cầu

...nhưng sản lượng sản xuất đầu ra rất nhỏ, chỉ đạt 3,7 triệu tấn trong năm 2023



Nguồn: US Geological Survey, HSC

Quặng bô xít của Việt Nam: Trữ lượng đáng kể nhưng công suất sản xuất hạn chế

Việt Nam là quốc gia có trữ lượng quặng bô xít lớn thứ hai trên thế giới chỉ sau Guinea và chiếm 20% thị phần, tương đương khoảng 5,8 tỷ tấn. Một phần lớn trữ lượng này nằm ở tỉnh Đắk Nông. Tuy nhiên, bất chấp trữ lượng đáng kể này, sản lượng bô xít của Việt Nam trong năm 2023 chỉ là 3,7 triệu tấn, cho thấy khoảng cách đáng kể giữa sản lượng thực tế và tiềm năng của đất nước.

Sản lượng bô xít của Việt Nam vẫn ở dưới mức tiềm năng phần lớn là do những lo ngại về môi trường và các vấn đề chính sách. Ô nhiễm từ bùn đỏ, một sản phẩm phụ của quá trình tinh chế bô xít thành Al_2O_3 , đe dọa đến chất lượng nước ngầm và đất. Tác động môi trường này đã dẫn đến sự phản đối ngày càng tăng, gây áp lực buộc chính quyền phải ưu tiên các biện pháp bảo vệ môi trường nghiêm ngặt hơn. Ngoài ra, những trở ngại liên quan đến khung pháp lý – chẳng hạn như chính sách đầu tư và quy hoạch sử dụng đất để xây dựng nhà máy – cũng cản trở sự phát triển của ngành.

Ngành công nghiệp nhôm của Việt Nam: đang dần phát triển

Ngành công nghiệp nhôm của Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn sơ khai do thiếu ngành công nghiệp luyện nhôm trong nước. Do đó, các nhà sản xuất trong nước phụ thuộc nhiều vào phôi nhôm và nhôm thỏi nhập khẩu để sản xuất các sản phẩm nhôm hoàn thiện. Sự phụ thuộc này chủ yếu là do những hạn chế về cung cấp điện, chuyển giao công nghệ và lo ngại về môi trường.

Trữ lượng bô xít tập trung chủ yếu ở khu vực Tây Nguyên, nhất là ở tỉnh Đắk Nông. Tỉnh này có trữ lượng bô xít đáng kể, ước tính khoảng 2,7 tỷ tấn, chiếm 47% tổng trữ lượng của cả nước (khoảng 5,8 tỷ tấn). Đến năm 2030, tỉnh đặt mục tiêu thành lập 5 nhà máy tinh chế alumina với tổng công suất từ 5-10 triệu tấn mỗi năm.

Ở giai đoạn này, các nhà sản xuất alumina hiện có bao gồm Nhân Cơ (tỉnh Đắk Nông) và Công ty Tân Rai (tỉnh Lâm Đồng) – cả hai đều thuộc Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam (TKV; chưa niêm yết) – đây là các công ty nhà nước có tổng công suất thiết kế nhà máy tinh chế alumina là 1,3 triệu tấn mỗi năm (650.000 tấn mỗi năm cho mỗi công ty). Tại tỉnh Bình Phước, CTCP An Viên B.P gần đây cũng đã được chấp thuận đầu tư alumina.

Mặc dù Việt Nam đã đạt được những tiến bộ đáng kể trong lĩnh vực bô xít và alumina nhưng công nghệ luyện kim hạn chế của đất nước – một bước trung gian thiết yếu trong sản xuất nhôm cho các ứng dụng thương mại – đã dẫn đến sự mất cân đối cung cầu đáng kể. Hiện tại, tất cả alumina được sản xuất ở Việt Nam đều được xuất khẩu, trong khi cả nước phải hoàn toàn phụ thuộc vào nhập khẩu đối với nhôm sau luyện. Mỗi năm, Việt Nam xuất khẩu khoảng 2 tỷ USD alumina nhưng nhập khẩu khoảng 3 tỷ USD nhôm sau luyện để đáp ứng nhu cầu trong nước. Việc vượt qua những thách thức này sẽ rất quan trọng đối với sự tăng trưởng và bền vững của ngành công nghiệp nhôm Việt Nam.

Dự án Nhà máy Điện phân Nhôm Đắc Nông, do Công ty TNHH Luyện kim Trần Hồng Quân (LKTHQ; chưa niêm yết) làm chủ đầu tư chính, là dự án đầu tiên của Việt Nam sản xuất nhôm sau luyện với tổng vốn đầu tư 15.480 tỷ đồng. Dự án này dự kiến sẽ hoạt động vào năm 2025 với công suất 450.000 tấn nhôm (ba giai đoạn, mỗi giai đoạn 150.000 tấn/năm). Khi đi vào hoạt động toàn dự án, nhà máy dự kiến sẽ tiêu thụ toàn bộ sản lượng alumina từ Nhân Cơ và một phần sản lượng từ nhà máy tinh chế Tân Rai.

Lưu ý, dự án này đã khởi công xây dựng vào năm 2016 và có tiến độ triển khai chậm. Sau tám năm, dự án vẫn đang được xây dựng, cho thấy môi trường đầy thách thức đối với việc xây dựng dự án nhôm ở Việt Nam do mức tiêu thụ điện năng và bí quyết công nghệ, v.v.. Điều này cho thấy, nếu dự án này có thể đi vào hoạt động từ năm 2025 như kế hoạch, nó có thể đóng vai trò là dự án thí điểm để xúc tiến các quy trình pháp lý cho DGC.

Động lực tăng trưởng thị trường: Vận tải và các sản phẩm thứ cấp

Việc sử dụng nhôm ngày càng tăng trong lĩnh vực vận tải trên toàn cầu nhấn mạnh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của kim loại này. Trong lịch sử sản xuất ô tô, tỷ trọng nhôm trong ô tô đang gia tăng do những lợi ích của nó trong việc cải thiện hiệu quả sử dụng nhiên liệu và giảm lượng khí thải. Theo Rio Tinto, lượng nhôm bình quân được sử dụng trong ô tô và xe tải hạng nhẹ dự kiến sẽ tăng khoảng 30%, từ 177kg mỗi xe vào năm 2015 lên 227kg vào năm 2025.

Phẩm chất nổi bật của nhôm là khả năng tái chế, cho phép nó được tái sử dụng trong các ứng dụng khác nhau với lượng năng lượng đầu vào tối thiểu. Nhôm phế liệu từ các phụ tùng ô tô, lon nước giải khát, máy móc và thiết bị thường được tái chế do hiệu quả về chi phí và lợi ích môi trường.

Việc tái chế nhôm phế liệu chỉ sử dụng một phần nhỏ năng lượng so với năng lượng cần cho sản xuất nhôm mới từ bô xít, giúp giảm đáng kể tác động đến môi trường. Ví dụ, tái chế 1 tấn nhôm giúp tiết kiệm khoảng 10 tấn khí thải CO₂, điều này ngày càng có giá trị khi các quy định về môi trường đang trở nên nghiêm ngặt hơn trên toàn cầu.

Ngoài ra, nhôm vẫn duy trì chất lượng thông qua quá trình tái chế, giúp tái sử dụng vô thời hạn. Trong ngành công nghiệp bao bì, việc tái chế lon nhôm giúp bảo tồn tài nguyên thiên nhiên, giảm sử dụng năng lượng và giảm chất thải chôn lấp. Sản xuất lon mới từ vật liệu tái chế giúp tiết kiệm tới 95% năng lượng cần thiết để tạo ra lon từ quặng bô xít, làm nổi bật tính bền vững và lợi thế kinh tế của nhôm tái chế trong các ngành công nghiệp.

Về thị trường nhôm Việt Nam, thị trường này đang trên đà tăng trưởng đáng kể, chủ yếu được thúc đẩy bởi ngành xây dựng và ô tô đang bùng nổ. Theo nghiên cứu thị trường của Blue Weave Consulting, thị trường nhôm Việt Nam dự kiến sẽ mở rộng từ khoảng 4,1 tỷ USD trong năm 2024 (từ quy mô thị trường năm 2023 là 3,8 tỷ USD) lên 7,0 tỷ USD vào năm 2030, cho thấy tốc độ CAGR là 9,4% trong giai đoạn dự báo. Các động lực tăng trưởng chính bao gồm tốc độ công nghiệp hóa nhanh chóng, tốc độ phát triển CSHT ngày càng tăng cũng như nhu cầu ngày càng tăng đối với vật liệu nhẹ trong sản xuất ô tô, đặc biệt là khi ngành này chuyển hướng sang xe điện.

Dự án BĐS Đức Giang Residence

DGC có kế hoạch chuyển đổi địa điểm của một nhà máy sản xuất cũ tại Hà Nội thành dự án 5,4 ha bao gồm các căn hộ chung cư và nhà phố thông qua Công ty TNHH BĐS Đức Giang.

Khu đất được thuê của nhà nước với khoản thanh toán tiền thuê hằng năm (thời hạn thuê 50 năm từ năm 2004 đến năm 2054 – thời hạn thuê còn lại 30 năm). Đối với lô đất này, DGC có kế hoạch chuyển đổi mục đích sử dụng đất từ “đất sản xuất kinh doanh phi nông nghiệp” sang “đất ở – phát triển nhà phố/căn hộ để bán”. Dự thảo nghị quyết về các loại đất đủ điều kiện để phát triển nhà ở thương mại hiện đang được Quốc hội xem xét. Sau khi được phê duyệt, DGC có thể tiến hành chuyển đổi quyền sử dụng diện tích đất này.

Dự án tọa lạc tại quận Long Biên, cách trung tâm thành phố Hà Nội 9km, với tổng vốn đầu tư ban đầu dự kiến là 3.400 tỷ đồng. Một số chi tiết liên quan đến dự án như sau:

- Tên dự án: Khu đô thị phức hợp Đức Giang Residence.

- Địa điểm: Quận Long Biên, TP. Hà Nội.
- Tổng vốn đầu tư: 3.400 tỷ đồng (có thể thay đổi tùy thuộc vào tiền sử dụng đất).
- Tổng diện tích đất: 54.321m² (trong đó: 26.627m² đất ở).
- Có ba khu chức năng:
 - Khu ở theo mục đích sử dụng:
 - Căn hộ: bao gồm 3 tòa nhà với 831 căn, tương đương 17.048m²
 - Nhà phố: 60 căn, tương đương 9.579m²
 - CSHT công cộng: 4.613m² dành cho trung tâm thương mại, dịch vụ và thể thao
 - Trường THPT Đức Giang: 11.378m²

Thị trường BĐS đang phục hồi tại Hà Nội

Trong 9 tháng đầu năm 2024, ước tính số lượng căn hộ chung cư bán ra tại Hà Nội đạt khoảng 20.500 căn, tăng gấp 1,5 lần so với cùng kỳ. Gần đây, CBRE đã điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2024-2026 về cung và cầu căn hộ chung cư tại Hà Nội, tăng bình quân 68% dự báo đối với nguồn cung và 50% đối với nhu cầu, tương đương 30.000 căn hộ được bán ra mỗi năm và 26.000 căn được mua vào trong giai đoạn dự báo. HSC nhận thấy việc điều chỉnh mạnh dự báo này phần lớn là do những thay đổi lớn trong bối cảnh thị trường, với việc các nhà phát triển BĐS chủ động phản ứng khi niềm tin của người mua cải thiện đáng kể.

Với vị trí thuận lợi, dự án Đức Giang Residence dự kiến sẽ phù hợp với sự phục hồi của thị trường BĐS Hà Nội. Được định vị ở phân khúc trung cấp với giá bán ước tính khoảng 50 triệu đồng/m², dự án của DGC có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự gia tăng nhu cầu.

Các vướng mắc pháp lý là thách thức chính

Đầu tháng 10, Chính phủ đã trình Quốc hội dự thảo nghị quyết (Tờ trình số 631/TT-CP) về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất. Theo Chính phủ, mục tiêu hàng đầu là đề xuất nghị quyết mở rộng phạm vi các loại đất đủ điều kiện để thực hiện dự án nhà ở thương mại. Điều này sẽ giúp đẩy nhanh quá trình đô thị hóa của đất nước, giải quyết tình trạng nguồn cung nhà ở hạn chế trong những năm gần đây và kích thích thị trường BĐS, cùng với những lợi ích khác.

Thông qua nghị quyết này, DGC sẽ là một trong những đơn vị được hưởng lợi từ tiến trình này vì Công ty sẽ đủ điều kiện để thay đổi quyền sử dụng đất của mình từ dự án nhà ở công nghiệp sang thương mại. HSC coi đề xuất này như một chất xúc tác tích cực cho thị trường, có khả năng giải quyết các vấn đề pháp lý tồn tại từ lâu đối với các dự án có đất phi nhà ở đang chờ phê duyệt, bao gồm cả DGC.

Mặc dù một số quy định theo Luật Đất đai mới đã có hiệu lực vào tháng 8/2024 và những quy định khác sẽ có hiệu lực hoàn toàn vào ngày 1/1/2025 nhưng việc triển khai hiệu quả có thể sẽ cần đến những văn bản hướng dẫn bổ sung dưới luật, sự hiểu biết thấu đáo về luật của các bên liên quan và các dự án thí điểm để hỗ trợ áp dụng luật suôn sẻ hơn.

HSC dự báo DGC sẽ đạt được một số cột mốc pháp lý quan trọng trong năm 2025, bao gồm việc đảm bảo vốn đầu tư nếu đề xuất này và nghị quyết tiềm năng được thông qua, sau đó sửa đổi quyền sử dụng đất và hoàn thành các quy trình định giá đất; sau đó là hoàn thành các khoản thanh toán tiền sử dụng đất. Trong kịch bản tích cực nhất, chúng tôi kỳ vọng DGC sẽ có được giấy phép xây dựng và chứng nhận phòng cháy chữa cháy vào cuối năm 2026, cho phép dự án bắt đầu thi công phần móng, một bước quan trọng để đủ điều kiện cho dự án bước vào giai đoạn mở bán đầu tiên. Theo đó, chúng tôi dự báo dự án sẽ bắt đầu đóng góp vào KQKD của DGC từ năm 2027 trở đi.

Vì dự án vẫn chưa được cấp giấy phép đầu tư, HSC chưa đưa dự án này vào mô hình dự báo của mình.

Bảng 42: Quy trình pháp lý cho dự án BĐS, DGC

Chúng tôi dự báo dự án nhà ở Đức Giang có thể bắt đầu đóng góp lợi nhuận cho HĐKD của DGC từ năm 2027 trở đi

Quy trình	2025	2026	2027	2028	2029
Cấp giấy phép đầu tư	x				
Thay đổi quyền sử dụng đất	x				
Thanh toán tiền mua đất và lệ phí sử dụng đất	x				
Giấy chứng nhận phòng cháy chữa cháy		x			
Cấp phép xây dựng		x			
Xây dựng phần nền		x	x		
Giấy phép bán hàng			x	x	
Bán hàng			x	x	x
Bàn giao			x	x	x
Ghi nhận lợi nhuận			x	x	x

Nguồn: DGC, HSC

Tình hình tài chính của DGC: Góc nhìn cận cảnh

Trong giai đoạn 2018-2023, lợi nhuận thuần của DGC đã tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm mạnh mẽ đạt 29% nhờ tốc độ CAGR của doanh thu thuần là 10% và tỷ suất lợi nhuận được cải thiện. Tốc độ tăng trưởng này được thúc đẩy bởi việc bổ sung công suất mới và giá P4 tăng. Xuất khẩu là kênh hoạt động chính của DGC, đóng góp từ 68% đến 82% tổng doanh thu trong sáu năm qua. Chuỗi giá trị liên kết theo chiều dọc và quyền sở hữu mỏ apatit của DGC đã cho phép Công ty duy trì tỷ suất lợi nhuận cao hơn so với các công ty hóa chất và công nghiệp khác.

Đánh giá các chỉ số tài chính chủ chốt

Các sản phẩm phốt pho đóng vai trò chính trong thu nhập của DGC

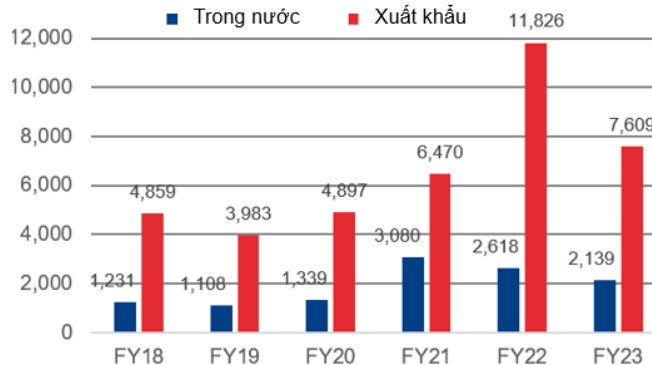
DGC ghi nhận tốc độ CAGR về doanh thu là 10% trong giai đoạn 2018-2023; với năm 2022 đạt mức cao kỷ lục nhờ nhu cầu/giá xuất khẩu P4 tăng mạnh. Cho năm 2023, doanh thu giảm 32% so với cùng kỳ xuống 9.748 tỷ đồng, phần lớn là do sự kết hợp giữa sản lượng tiêu thụ giảm và giá P4 giảm. Trong 9 tháng đầu năm 2024, DGC ghi nhận doanh thu đạt 7.447 tỷ đồng, tăng 1,2% so với cùng kỳ, sản lượng tiêu thụ tăng đã giúp bù đắp cho việc giá bán bình quân giảm.

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm

- P4 đóng góp phần lớn vào doanh thu của DGC, dao động từ 38% đến 55% trong giai đoạn 2018-2023. Tỷ trọng đóng góp của P4 phụ thuộc phần lớn vào giá bán. Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu P4 đạt 3.154 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ, phần lớn là do sản lượng tiêu thụ tăng 26% so với cùng kỳ năm ngoái. Theo đó, P4 đóng góp 42% doanh thu của DGC trong 9 tháng đầu năm 2024.
- Sản phẩm đóng góp lớn thứ hai vào doanh thu là TPA, tỷ trọng đóng góp từ 9-22% trong sáu năm qua. Tuy nhiên, trong 9 tháng đầu năm 2024, tỷ trọng đóng góp của TPA đã giảm xuống vị trí thứ 3, sau phân khúc phân bón. Doanh thu TPA đạt 1.187 tỷ đồng, giảm 26% so với cùng kỳ do sản lượng giảm 21% so với cùng kỳ. TPA đóng góp 16% doanh thu của DGC trong 9 tháng đầu năm 2024.
- Doanh thu phân bón đã vượt qua TPA để trở thành nguồn đóng góp lớn thứ hai vào doanh thu của DGC trong 9 tháng đầu năm 2024, mặc dù mức đóng góp của phân bón được xếp ở vị trí thứ 3 trong giai đoạn 2018-2023 với tỷ trọng trong khoảng từ 13% đến 20%. Theo đó, doanh thu phân bón 9 tháng đầu năm 2024 tăng mạnh 53% so với cùng kỳ đạt 1.712 tỷ đồng, đóng góp 23% doanh thu của DGC. Do tình trạng thiếu hụt quặng apatit tại Lào Cai, DGC đã chuyển trọng tâm sang phân bón và tạm thời giảm sản lượng WPA và TPA để tối đa hóa lợi nhuận của công ty.
- Tỷ trọng đóng góp của WPA vào doanh thu nằm trong khoảng từ 10% đến 24% trong sáu năm qua và thu hẹp xuống mức 4% trong 9 tháng đầu năm 2024 với doanh thu WPA chỉ đạt 265 tỷ đồng (giảm 69% so với cùng kỳ) do tình trạng thiếu hụt quặng apatit ở Lào Cai và thực tế là DGC đã chuyển trọng tâm sang sản xuất DAP/MAP trong giai đoạn này.
- Doanh thu phụ gia thức ăn chăn nuôi đạt 697 tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ và đóng góp 9% doanh thu DGC trong 9 tháng đầu năm 2024.
- Bên cạnh những sản phẩm này, DGC còn có các loại hóa chất, chất tẩy rửa và pin khác, tổng cộng đóng góp khoảng 6% doanh thu hợp nhất trong 9 tháng đầu năm 2024.

Biểu đồ 43: Cơ cấu doanh thu theo thị trường (tỷ đồng)

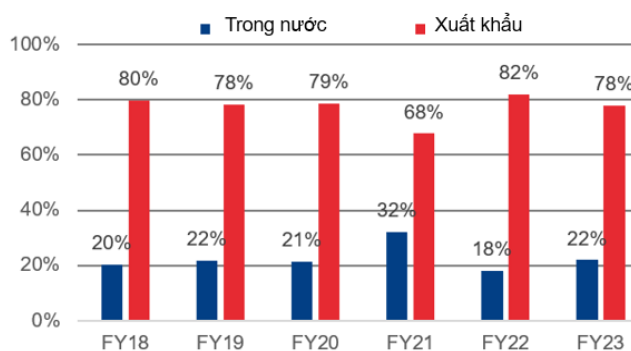
Doanh thu nội địa và xuất khẩu tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm lần lượt là 11,7% và 9,4%



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 44: Tỷ trọng doanh thu (%), DGC

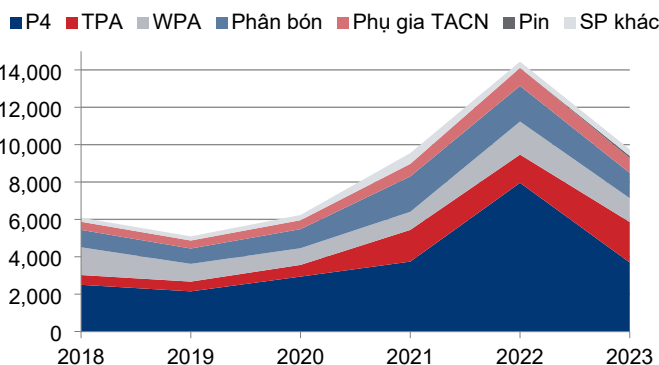
Xuất khẩu đóng góp chính vào doanh thu của DGC



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 45: Doanh thu hàng năm (tỷ đồng), DGC

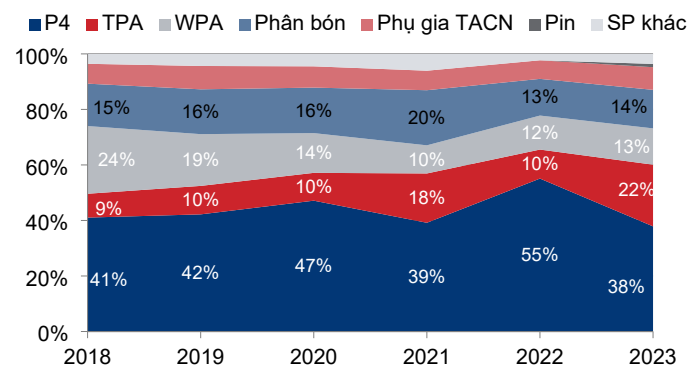
Doanh thu của DGC tăng trưởng với CAGR bình quân 5 năm là 10%



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 46: Tỷ trọng doanh thu theo mảng kinh doanh, DGC

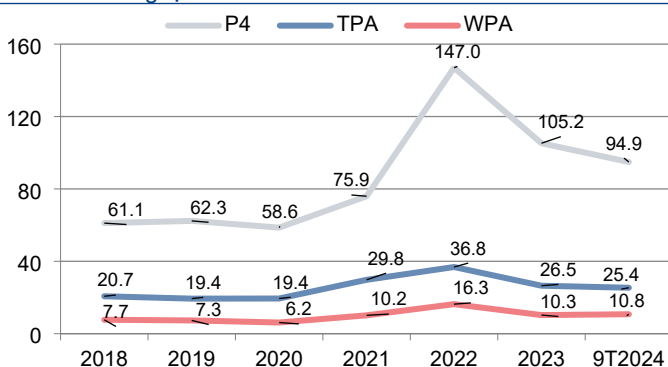
P4 đóng góp lớn nhất vào doanh thu, với khoảng 38-55%



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 47: Giá bán bình quân của các sản phẩm (triệu đồng/tấn), DGC

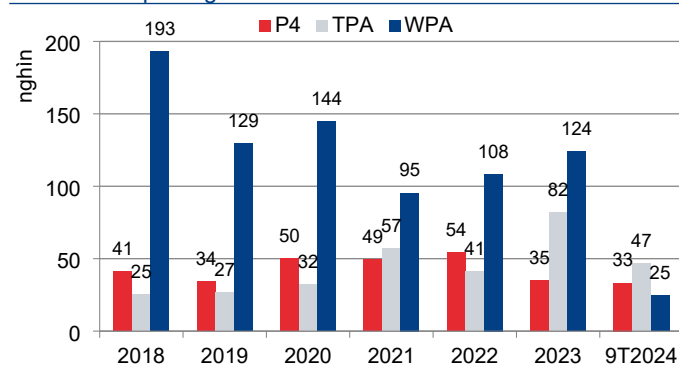
Giá bán năm 2023 giảm, do nhu cầu đối với ngành công nghiệp bán dẫn chững lại trên toàn cầu



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 48: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ theo sản phẩm (tấn), DGC

...dẫn đến sản lượng tiêu thụ P4 của DGC giảm mạnh xuống mức khá thấp trong năm 2023



Nguồn: DGC, HSC

Cơ cấu doanh thu theo thị trường

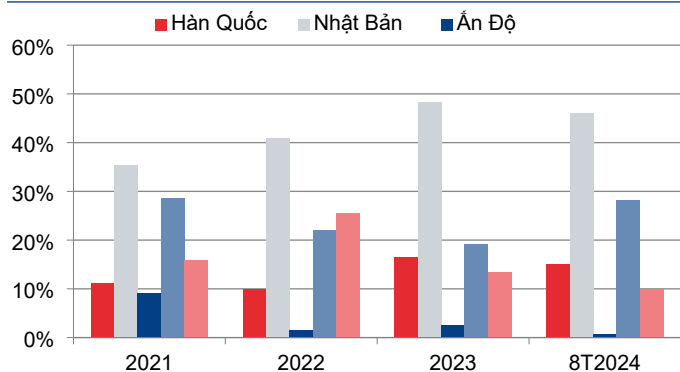
- Xuất khẩu đóng góp phần lớn, từ 68% đến 82% doanh thu của DGC trong giai đoạn 2018-2023. Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu xuất khẩu đạt 5.186 tỷ đồng, giảm 9% so với cùng kỳ do nhu cầu TPA và WPA giảm tốc như đã đề cập ở trên. Điều này cho thấy, tỷ trọng đóng góp của xuất khẩu đã giảm xuống mức 70% trong 9 tháng đầu năm 2024. Các thị trường xuất khẩu chính phụ thuộc vào loại sản phẩm. Chẳng hạn: Nhật Bản, Hàn Quốc và UAE là những thị trường xuất khẩu P4

chính, chiếm 90% trong 9 tháng đầu năm 2024. Trong khi đó đối với TPA, Ấn Độ là thị trường xuất khẩu chính với 50% thị phần, phần còn lại đến từ Indonesia, Malaysia và Thái Lan.

- Doanh thu tại thị trường trong nước tăng mạnh 35% so với cùng kỳ đạt 2.262 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2024 nhờ mức đóng góp tăng mạnh của DAP/MAP. Nhờ đó, doanh thu thị trường trong nước đóng góp 30% doanh thu của DGC trong 9 tháng đầu năm 2024, gần với mức cao nhất trong khoảng đóng góp từ 18% đến 32% đạt được trong giai đoạn 2018-2023.

Biểu đồ 49: Thị trường xuất khẩu P4, DGC

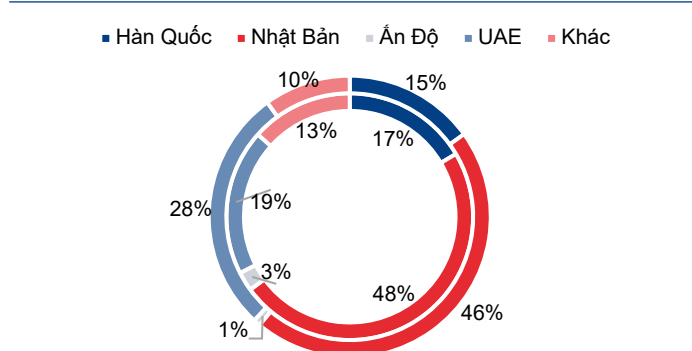
Nhật Bản, UAE và Hàn Quốc là những thị trường xuất khẩu P4 chính...



Nguồn: Tổng cục Hải quan, HSC

Biểu đồ 50: Thị trường xuất khẩu P4, DGC

...chiếm gần 90% tổng sản lượng xuất khẩu P4 của DGC trong 8 từ đầu năm 2024



Ghi chú: Hình tròn trong biểu thị số liệu năm 2023, hình tròn ngoài biểu thị số liệu 8 tháng đầu năm 2024.

Nguồn: Tổng cục Hải quan, HSC

Giá bán bắt đầu phục hồi vào tháng 10/2024

Giá bán sản phẩm của DGC phụ thuộc phần lớn vào thị trường toàn cầu, đặc biệt là vào Trung Quốc như đã đề cập trong phần phân tích ngành.

Giá bán bình quân của P4 giảm xuống chỉ còn 95 triệu đồng/tấn trong 9 tháng đầu năm 2024, giảm 12,5% so với cùng kỳ và giảm mạnh so với mức cao kỷ lục 147 triệu đồng/tấn trong năm 2022, phần lớn là do tình trạng ảm đạm của ngành công nghiệp bán dẫn trong năm 2023. Theo quan sát của HSC, giá P4 tại Trung Quốc đã tăng trở lại 5% so với tháng trước sau gói kích thích kinh tế được đưa ra vào tháng 10. Điều đó cũng tác động tích cực đến giá xuất khẩu P4 của DGC trong thời gian gần đây, cũng tăng 5% đạt trên 4.000 USD/tấn cho Q4/2024.

TPA và WPA có xu hướng gần giống với P4, do đó, giá của các sản phẩm này chịu áp lực giảm trong năm 2023. Trong 9 tháng đầu năm 2024, giá TPA là 25,4 triệu đồng/tấn, giảm 6% so với cùng kỳ trong khi giá WPA là 10,8 triệu đồng/tấn (tăng 5,2% so với cùng kỳ do DGC chỉ bán WPA trong Q2/2024 chứ không bán trong Q1 và Q3).

Tỷ suất lợi nhuận của DGC vẫn ở mức cao mặc dù giảm trong thời gian gần đây

DGC ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần rất ấn tượng trong năm 2022, 2023, 9 tháng đầu năm 2024 – lần lượt là 47%, 35%, 35% đối với tỷ suất lợi nhuận gộp và 39%, 32%, 30% đối với tỷ suất lợi nhuận thuần.

Các động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của DGC

Sở hữu mỏ apatit ở Lào Cai: Việc DGC sở hữu các mỏ apatit ở Lào Cai mang lại lợi thế đáng kể về chi phí, vì quặng apatit chiếm 23% đến 30% chi phí sản xuất P4. Khả năng tự cung tự cấp này (lên đến 90%) cho phép DGC kiểm soát tốt hơn lợi nhuận của mình, nhất là trong bối cảnh thị trường biến động.

- DGC hiện đang vận hành khai trường 25, với trữ lượng 3,7 triệu tấn và sở hữu giấy phép khai thác mỏ này từ năm 2021 đến cuối năm 2026. Sản lượng khai thác hằng năm của mỏ này sẽ vào khoảng 670.000 tấn, bao gồm cả loại 1 và loại 3. Chất lượng quặng apatit từ mỏ này có độ tinh khiết cao và tạo lợi thế rất lớn cho DGC trong việc sản xuất P4 chất lượng cao để xuất khẩu.

- Ngoài ra, DGC cũng đã ký hợp đồng bao tiêu toàn bộ sản lượng khai thác từ khai trường 19b với sản lượng ước tính là 5,2 triệu tấn trong giai đoạn 2022-2026. Khai trường 19b có sản lượng khai thác cao hơn nhưng chất lượng quặng apatit lại thấp hơn khai trường 25 và cần được tinh chế trước khi có thể được sử dụng để sản xuất P4.
- Ở giai đoạn này, hai khai trường này đóng góp gần 90% tổng nhu cầu quặng của DGC. 10% còn lại cần được mua từ các mỏ lân cận khác ở tỉnh Lào Cai.
- DGC đang làm việc với chính quyền địa phương để gia hạn giấy phép thăm dò quặng apatit tại các khai trường này. Nếu thành công, DGC dự kiến sẽ tiếp tục được hưởng lợi để đạt được mức lợi nhuận cao như trong giai đoạn từ năm 2022 đến 9 tháng đầu năm 2024.

Chi phí điện thuận lợi: Điện chiếm hơn 40% chi phí sản xuất P4 và có giá bán rẻ hơn đáng kể ở Việt Nam so với Trung Quốc và bình quân toàn cầu. Lợi thế về chi phí này giúp DGC có vị thế thuận lợi trên thị trường P4 toàn cầu.

Công nghệ độc đáo sử dụng quặng apatit dạng bột để sản xuất P4: Điều quan trọng cần lưu ý là công nghệ sản xuất P4 truyền thống thường yêu cầu quặng apatit ở dạng cục, vì dạng bột sẽ gây ra những khó khăn trong sản xuất do sự khác biệt về kích thước và tính chất. Tuy nhiên, DGC là công ty duy nhất trên toàn cầu sở hữu công nghệ tự phát triển để sản xuất P4 từ cả quặng apatit dạng cục và dạng bột. Năng lực này cho phép Công ty tối ưu hóa chi phí nguyên liệu thô, mang lại sự linh hoạt và hiệu quả cao hơn trong quy trình sản xuất.

Bảng 51: Khai trường 25, DGC

DGC được cấp giấy phép khai thác quặng apatit từ mỏ này với tổng trữ lượng 3,7 triệu tấn đến cuối năm 2026

Tấn	Tổng trữ lượng	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Loại 1	491,800	50,000	90,000	90,000	90,000	90,000	81,800
Loại 3	3,174,690	350,000	580,000	580,000	580,000	580,000	504,690
Tổng trữ lượng quặng khai thác	3,666,490	400,000	670,000	670,000	670,000	670,000	586,490

Nguồn: DGC

Bảng 52: Khai trường 19b, DGC

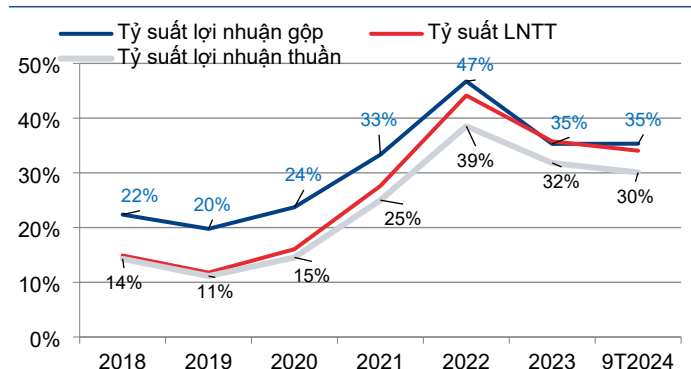
DGC đã ký kết hợp tác bao tiêu toàn bộ 5,2 triệu tấn quặng apatit từ mỏ này đến cuối năm 2026

Tấn	Tổng trữ lượng	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Loại 1	384,000	4,000	80,000	100,000	100,000	100,000
Loại 3	4,772,000	2,000	600,000	1,400,000	1,400,000	1,370,000
Tổng trữ lượng quặng khai thác	5,156,000	6,000	680,000	1,500,000	1,500,000	1,470,000

Nguồn: DGC

Biểu đồ 53: Tỷ suất lợi nhuận qua các năm, DGC

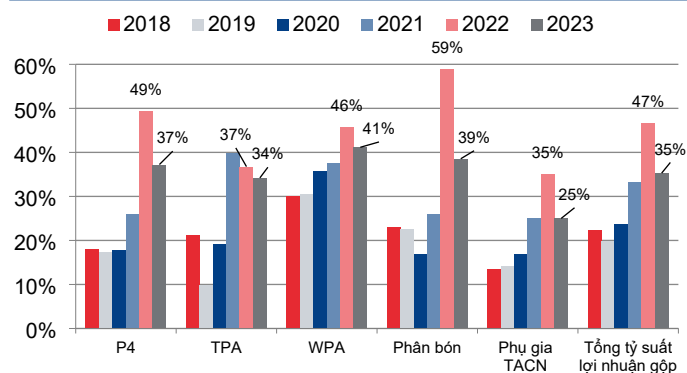
Sở hữu mỏ apatit là lợi thế lớn nhất...



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 54: Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp của các sản phẩm, DGC

...giúp DGC đạt được tỷ suất lợi nhuận ấn tượng



Nguồn: HSC ước tính

HSC nhận thấy tỷ suất lợi nhuận thuần rất ấn tượng. Các yếu tố chính thúc đẩy điều này gồm:

- **DGC được hưởng lợi từ bảng CĐKT lành mạnh với nhiều tiền mặt trong tay.** Tại thời điểm cuối Q3/2024, DGC có tổng cộng 11.366 tỷ đồng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn. Nếu không tính đến 792 tỷ đồng các khoản vay ngân hàng ngắn hạn thì số dư tiền mặt thuần sẽ vào khoảng 10.575 tỷ đồng.

Tỷ lệ tiền mặt thuần/vốn CSH đạt mức 74,8% tại thời điểm cuối Q3/2024. Lãi thuần nhận được (lãi nhận được trừ đi chi phí lãi vay) tăng gấp đôi trong năm 2023 đạt 594 tỷ đồng và đóng góp 17% vào LNTT của DGC trong năm 2023. Trong 9 tháng đầu năm 2024, do mặt bằng lãi suất giảm, lãi thuần nhận được giảm 12,6% so với cùng kỳ xuống 385 tỷ đồng và đóng góp 11% vào LNTT của DGC trong giai đoạn này.

- **Thuế suất thuế TNDN hiện hành thấp.** DGC đã nhận được những ưu đãi về thuế rất lớn, với thuế suất TNDN hiện hành chỉ là 7% trong năm 2023 và 8,4% trong 9 tháng đầu năm 2024. Các ưu đãi thuế này đã hỗ trợ mạnh mẽ để DGC đạt được tỷ suất lợi nhuận thuần ấn tượng trong vài năm qua. Bảng 56 cho thấy DGC đã nhận được ưu đãi về thuế TNDN cho hầu hết các công ty con từ DLC, PAT, PP6 đến Đức Giang-Đình Vũ. Các ưu đãi về thuế sẽ tiếp tục được áp dụng với các dự án mới được bổ sung như dự án Nghi Sơn. Thuế suất TNDN hiện hành sẽ tăng dần theo thời gian. Tuy nhiên, đến năm 2030, HSC ước tính thuế suất TNDN hiện hành sẽ vào khoảng 17%, vẫn thấp hơn mức thuế suất TNDN tiêu chuẩn quốc gia là 20%.

- **Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu nằm trong khoảng từ 5,2% đến 8,1% trong sáu năm qua.** Gần đây, tỷ lệ này đã thu hẹp xuống dưới 7%, nhờ giá bán bình quân tăng giúp giảm tác động của chi phí vận chuyển lên doanh thu. Biểu đồ 57 cho thấy tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu ổn định ở mức dưới 2% trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu biến động nhiều hơn. Điều này chủ yếu là do tỷ trọng xuất khẩu cao. Trên thực tế, tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu dao động từ 4,2% đến 6,2% trong giai đoạn này.

Nhờ những yếu tố này, DGC đã ghi nhận lợi nhuận thuần mạnh mẽ trong sáu năm qua, tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 29% và lợi nhuận thuần năm 2023 đạt 3,1 nghìn tỷ đồng (giảm 44% so với cùng kỳ do nhu cầu/giá P4 giảm).

Trong 9 tháng đầu năm 2024, DGC ghi nhận lợi nhuận thuần đạt 2,2 nghìn tỷ đồng, giảm 6,3% so với cùng kỳ năm ngoái do giá P4 tiếp tục giảm và doanh thu HĐ tài chính giảm do mặt bằng lãi suất thấp.

DGC có khả năng sinh lời (đo bằng ROAA và ROAE) rất ấn tượng trong sáu năm qua. Mặc dù năm 2023 ghi nhận lợi nhuận sụt giảm đáng kể nhưng DGC vẫn đạt ROAE và ROAA mạnh mẽ lần lượt ở mức 27% và 21%, làm nổi bật khả năng phục hồi của Công ty.

Bảng 55: Lãi thuần nhận được, DGC

Lượng tiền mặt nắm giữ lớn đã giúp DGC có tỷ suất lợi nhuận thuần và tỷ suất LNTT cao

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	9T2024
Lãi thuần	(3)	2	59	84	297	594	385
LNTT	907	599	1,001	2,637	6,376	3,485	3,552
% đóng góp vào LNTT	n/a	0.4%	5.9%	3.2%	4.7%	17.0%	10.9%

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 56: Thuế thu nhập doanh nghiệp theo sản phẩm, DGC

Mức thuế suất áp dụng đối với DGC năm 2023 chỉ ở mức 7%

Thuế suất	2019	2020	2021	2022	2023
Thuế TNDN áp dụng	4.6%	5.3%	4.7%	5.3%	7.0%
Ưu đãi thuế					
DLC					
EA1 & 2	5%	5%	5%	5%	10%
WPA & TSP	5%	5%	5%	5%	5%
Phân bón	5%	5%	5%	5%	5%
Silicat	10%	10%	10%	10%	10%
TPA (cấp thực phẩm)	0%	5%	5%	5%	5%
PAT	0%	0%	0%	5%	5%
PP6					5%
Đức Giang - Đình Vũ	5%	5%	5%	5%	5%

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 57: Cơ cấu chi phí BH&QL/doanh thu, DGC

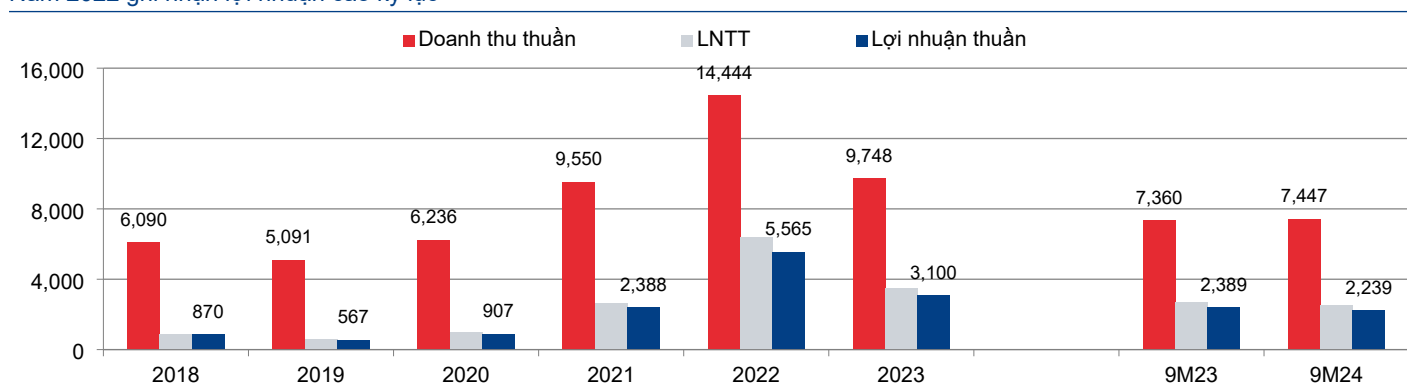
Chi phí BH&QL/Doanh thu 6 năm qua nằm trong khoảng 5,2% - 8,1%, chủ yếu từ hoạt động xuất khẩu

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	9T2024
Chi phí bán hàng	(342)	(314)	(388)	(504)	(600)	(436)	(390)
% trên doanh thu	-5.6%	-6.2%	-6.2%	-5.3%	-4.2%	-4.5%	-5.2%
Chi phí quản lý	(81)	(101)	(105)	(137)	(152)	(159)	(121)
% trên doanh thu	-1.3%	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-1.1%	-1.6%	-1.6%
Tổng chi phí BH&QL	(423)	(415)	(493)	(640)	(752)	(594)	(511)
Chi phí BH&QL/Doanh thu	-6.9%	-8.1%	-7.9%	-6.7%	-5.2%	-6.1%	-6.9%

Nguồn: DGC

Biểu đồ 58: Lợi nhuận hàng năm (Tỷ đồng), DGC

Năm 2022 ghi nhận lợi nhuận cao kỷ lục



Nguồn: DGC, HSC

Bảng 59: Bảng CĐKT lành mạnh với tỷ lệ nợ vay thấp, DGC

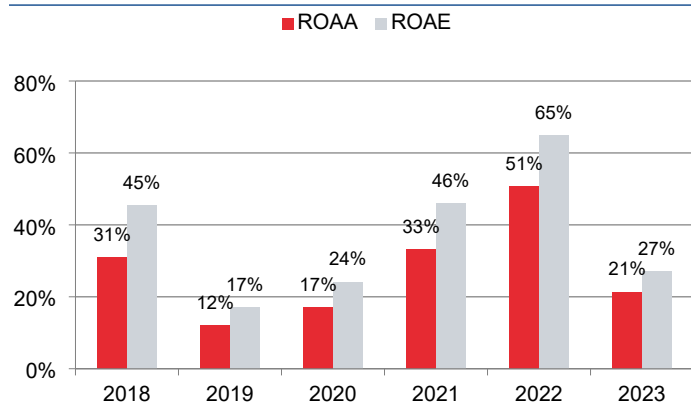
Nhờ dòng tiền mạnh, DGC có bảng CĐKT lành mạnh

Nợ ngân hàng (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nợ ngắn hạn	1,133	735	1,149	842	468	1,328
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0	0
Tổng nợ	1,133	735	1,149	842	468	1,328
Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn	520	770	1,840	3,756	9,007	10,403
Tiền thuần	(613)	35	691	2,914	8,539	9,075
Tiền thuần/vốn CSH	-19.4%	1.0%	17.0%	46.0%	78.8%	75.4%

Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 60: Các chỉ số lợi nhuận, DGC

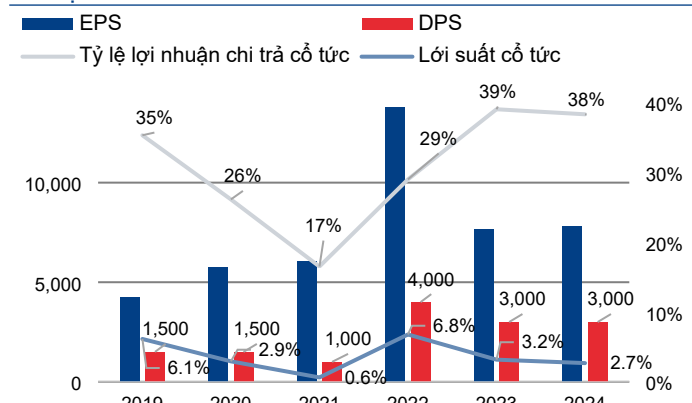
Các chỉ số này giảm trong năm 2023 nhưng vẫn ở mức hấp dẫn



Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 61: Chính sách cổ tức (đồng), DGC

Lợi suất cổ tức ở mức hợp lý bởi DGC có kế hoạch đầu tư cho các dự án mới



Nguồn: DGC, HSC

Bảng CĐKT lành mạnh của DGC sẽ hỗ trợ việc mở rộng trong tương lai

DGC có vị thế tiền mặt mạnh mẽ và tiếp tục tích lũy theo thời gian. Tính đến cuối Q3/2024, DGC có tổng cộng 11.366 tỷ đồng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn. Nếu không tính đến 792 tỷ đồng các khoản vay ngân hàng ngắn hạn thì số dư tiền mặt thuần sẽ vào khoảng 10.575 tỷ đồng, theo đó tỷ lệ tiền mặt thuần/vốn CSH là 74,8% tại thời điểm cuối Q3/2024.

Tình hình tài chính của DGC rất vững chắc, nợ ngắn hạn để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động ở mức hạn chế. Bảng CĐKT lành mạnh này cho phép công ty phân bổ vốn cho các dự án tăng trưởng chiến lược, bao gồm dự án Nghi Sơn (2 nghìn tỷ đồng) và dự án BĐS (3 nghìn tỷ đồng). Trong dài hạn, dự án nhôm đầy tham vọng của DGC, ước tính trị giá 2,3 tỷ USD, báo hiệu một cơ hội tăng trưởng đáng kể.

Chính sách cổ tức

DGC duy trì chính sách cổ tức thận trọng chủ yếu do danh mục đầu tư đáng kể của Công ty, bao gồm dự án nhôm trị giá 2,3 tỷ USD. Do đó, tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận của Công ty ở dưới mức 40% trong sáu năm qua, với cổ tức dao động từ 1.500đ đến 4.000đ/cp trong giai đoạn này.

Trong năm 2024, Công ty đã phê duyệt mức cổ tức là 3.000đ/cp, với ngày đăng ký cuối cùng là ngày 20/11/2024 và ngày chi trả là 20/12/2024. Theo đó, lợi suất cổ tức dao động từ 0,6% đến 6,8% mỗi năm.

Dòng tiền

Mặc dù DGC đã tạo ra dòng tiền hoạt động mạnh mẽ trong sáu năm qua, nhưng dòng tiền thuần của công ty lại âm trong ba năm gần đây (2019, 2021 và 2023). Điều này chủ yếu là do các hoạt động đầu tư đáng kể của Công ty; do đó, HSC không lo ngại về dòng tiền thuần âm trong năm đối với DGC.

Bảng 62: Dòng tiền thuần, DGC

Dòng tiền hoạt động mạnh mẽ cho thấy hiệu quả hoạt động SXKD tích cực của Công ty

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dòng tiền HĐ kinh doanh	564	847	1,073	2,620	5,937	2,784
Dòng tiền HĐ đầu tư	(636)	(478)	(1,101)	(2,241)	(3,828)	(2,338)
Dòng tiền HĐ tài chính	264	(515)	183	(537)	(697)	(920)
Dòng tiền thuần	192	(147)	155	(158)	1,412	(475)

Nguồn: DGC

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Cho năm 2024, HSC dự báo lợi nhuận thuần đi ngang. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo sẽ có sự tăng trưởng đáng kể trong hai năm tiếp theo (năm 2025-2026) nhờ sự đóng góp từ các mảng kinh doanh mới như dự án ethanol và dự án Nghi Sơn, cũng như tăng trưởng hữu cơ trong các hoạt động hiện có.

HSC dự báo EPS năm 2025-2026 đạt lần lượt 9.199đ, 10.840đ, so với dự báo EPS năm 2024 ở mức 7.818đ. Giả định cổ tức hằng năm sẽ ổn định ở mức 3.000đ, tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận sẽ nằm trong khoảng từ 29% đến 38% trong giai đoạn 2024-2026, tương đương lợi suất cổ tức hằng năm là 2,6%. Chi tiết được trình bày sau đây.

Dự báo lợi nhuận cho năm 2024

Cho năm 2024, HSC dự báo DGC có KQKD đi ngang với doanh thu thuần đạt 10.515 tỷ đồng, tăng trưởng 8% nhờ sản lượng tiêu thụ P4, phân bón và pin tăng trong khi lợi nhuận thuần đi ngang ở mức 3.125 tỷ đồng, do giá bán bình quân của P4 giảm và mặt bằng lãi suất thấp hơn dẫn đến doanh thu HĐ tài chính giảm.

Theo đó, Q4/2024 được cho là sẽ đánh dấu sự khởi đầu của giai đoạn tăng trưởng mới cho công ty, với việc lợi nhuận tăng so với cùng kỳ và so với quý trước, nhờ giá bán bình quân cải thiện nhẹ. Do đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần trong Q4/2024 sẽ đạt 866 tỷ đồng (tăng 25% so với cùng kỳ và 26% so với quý trước). Dự báo của HSC cao hơn kế hoạch lợi nhuận thuần Q4/2024 của chính DGC ở mức 770 tỷ đồng, vì chúng tôi tin rằng giá bán bình quân tốt hơn cho P4 và phân bón (DAP/MAP) cộng với việc nổi lại hoạt động của các mỏ ở Lào Cai sau bão Yagi (dẫn đến việc đóng cửa một tuần) sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

Nhà máy ethanol của DGC dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động thương mại vào Q4/2024. Công ty dự kiến sẽ có lợi nhuận từ HĐKD mới này nhờ nhu cầu mạnh mẽ đối với cả ethanol lẫn CO2 lỏng. Ngoài ra, DGC có kế hoạch nộp các hồ sơ cần thiết để gia hạn giấy phép khai thác đối với Khai trường 25, với mục tiêu gia hạn thêm bốn năm cho đến cuối năm 2030. Cuối cùng, dự án Nghi Sơn dự kiến sẽ khởi công xây dựng vào tháng 12 năm nay.

Bảng 63: Ước tính lợi nhuận Q4/2024, DGC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ quay lại giai đoạn tăng trưởng mạnh từ Q4/2024

Tỷ đồng	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024F
Doanh thu thuần	2,385	2,505	2,558	3,068
Lợi nhuận thuần	673	861	706	886
So với cùng kỳ				
Doanh thu thuần	-4.0%	3.8%	3.8%	28.5%
Lợi nhuận thuần	-14.5%	2.4%	-7.3%	24.7%
So với quý trước				
Doanh thu thuần	-0.1%	5.0%	2.1%	19.9%
Lợi nhuận thuần	-5.4%	28.0%	-18.0%	25.5%

Nguồn: DGC, HSC

Dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Cho năm 2025-2026, HSC dự báo lợi nhuận của DGC sẽ tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự đóng góp từ các mảng kinh doanh mới như dự án ethanol và dự án Nghi Sơn, cũng như tăng trưởng hữu cơ trong các hoạt động hiện có. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 2 năm đạt lần lượt 16% và 24,8% (Bảng 64).

Cụ thể, cho năm 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo đạt lần lượt 3.678 tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 4.189 tỷ đồng (tăng trưởng 13,9%). Dự án ethanol và sự phục hồi của nhu cầu và giá P4 là những yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2025, trong khi công suất mới từ dự án Nghi Sơn sẽ là động lực cho lợi nhuận năm 2026. Chúng tôi giả định rằng nhà máy ethanol sẽ hoạt động với công suất 70% và 100% cho năm 2025, 2026, trong khi nhà máy Nghi Sơn sẽ hoạt động với công suất 70% và 90% cho năm 2026, 2027. Khi hoạt động hết công suất, dự án ethanol sẽ tạo

ra doanh thu hằng năm khoảng 1.000 đến 1.300 tỷ đồng với tỷ suất lợi nhuận thuần trong khoảng 10-15%.

Dự án Nghi Sơn sẽ khởi công xây dựng vào tháng 12/2024. Với thời gian thi công khoảng một năm, việc sản xuất thử nghiệm dự kiến sẽ bắt đầu vào cuối năm 2025. DGC đã đặt hàng xong các máy móc cho dự án. Do đó, DGC kỳ vọng hoạt động thương mại sẽ bắt đầu từ đầu năm 2026 và sẽ sớm đạt công suất hoạt động tối đa vào khoảng năm 2027. Và về công tác chuẩn bị nhân lực, DGC đã tuyển dụng thành công chuyên gia ngành xuất tại Việt Nam. Do đó, công ty tin rằng hoạt động của dự án này sẽ diễn ra suôn sẻ trong tương lai. Khi hoạt động hết công suất, dự án Nghi Sơn có thể tạo ra doanh thu 2 nghìn tỷ đồng/năm với lợi nhuận thuần ước tính 200 tỷ đồng/năm, tương đương tỷ suất lợi nhuận thuần từ 10% trở lên.

Trong mô hình dự báo, HSC cũng giả định rằng DGC sẽ gia hạn thành công giấy phép khai thác tại các khai trường hiện có từ năm 2027 trở đi, để tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận của mình.

Ở giai đoạn này, chúng tôi chưa đưa dự án nhôm cũng như dự án BĐS vào mô hình dự báo do thiếu thông tin. Tuy nhiên, bất kỳ tiến triển nào trong các dự án này đều có thể là chất xúc tác tích cực cho cổ phiếu.

Bảng 64: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, DGC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần 2024-2026 sẽ tăng trưởng với CAGR 2 năm là 15,8%, dù lợi nhuận cả năm 2024 không khả quan

Tỷ đồng	2023A	2024F	2025F	2026F	CAGR 2 năm
Doanh thu thuần	9,748	10,515	13,133	16,382	24.8%
LNTT	3,485	3,552	4,253	4,838	16,7%
Lợi nhuận thuần	3,100	3,125	3,678	4,189	15.8%
Tăng trưởng					
Doanh thu thuần	-32.5%	7.9%	24.9%	24.7%	
LNTT	-45.3%	1.9%	19.7%	13.8%	
Lợi nhuận thuần	-44.3%	0.8%	17.7%	13.9%	

Nguồn: HSC

Bảng 65: Dự báo doanh thu theo mảng kinh doanh, DGC

HSC dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2024-2026 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 25%

Tỷ đồng	2023A	2024F	2025F	2026F
P4	3,692	4,590	5,319	6,087
TPA	2,166	1,671	2,118	2,318
WPA	1,275	290	437	522
Phân bón	1,353	2,463	2,766	3,064
Phụ gia TACN	795	943	1,019	1,103
Pin	116	190	235	266
Ethanol	0	0	763	1,112
CO2 lỏng	0	0	89	131
Nhà máy Nghi Sơn	0	0	0	1,374
Mảng khác	351	369	387	407
Doanh thu thuần	9,748	10,515	13,133	16,382

Nguồn: HSC

Bảng 66: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, DGC

Ethanol và Nghi Sơn sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu lần lượt từ năm 2025 và 2026

Cơ cấu doanh thu	2023A	2024F	2025F	2026F
P4	37.9%	43.7%	40.5%	37.2%
TPA	22.2%	15.9%	16.1%	14.1%
WPA	13.1%	2.8%	3.3%	3.2%
Phân bón	13.9%	23.4%	21.1%	18.7%
Phụ gia TACN	8.2%	9.0%	7.8%	6.7%
Pin	1.2%	1.8%	1.8%	1.6%
Ethanol	0.0%	0.0%	5.8%	6.8%
CO2 lỏng	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%
Nhà máy Nghi Sơn	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%
Khác	3.6%	3.5%	2.9%	2.5%
Doanh thu thuần	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Nguồn: HSC
Bảng 67: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, DGC

Chúng tôi dự báo thị trường trong nước sẽ có mức đóng góp tăng dần theo thời gian, nhờ HĐKD mở rộng

Cơ cấu doanh thu	2023A	2024F	2025F	2026F
Trong nước	2,139	3,283	4,502	6,622
Xuất khẩu	7,609	7,232	8,631	9,760
Doanh thu thuần	9,748	10,515	13,133	16,382
Trong nước	22%	31%	34%	40%
Xuất khẩu	78%	69%	66%	60%

Nguồn: HSC
Bảng 68: Giá định sản lượng tiêu thụ, DGC

HSC kỳ vọng nhu cầu P4 sẽ cải thiện, nhờ đóng góp của các HĐKD mới

Tấn	2023A	2024F	2025F	2026F
P4	35,082	48,000	54,000	60,000
TPA (H3PO4 85%)	81,695	65,000	80,000	85,000
WPA 50%	123,792	25,817	37,738	43,725
Phân bón	219,141	306,059	330,371	353,126
Phụ gia TACN	80,782	89,294	93,758	98,446
Tổng sản lượng các sản phẩm gốc photpho	540,492	534,170	595,867	640,297
Pin (đơn vị)	218,820	542,720	651,264	716,390
Ethanol	-	-	35,000	50,000
CO2 lỏng	-	-	29,750	42,500
NaOH	-	-	-	35,000

Nguồn: HSC
Bảng 69: Giá định giá bán bình quân, DGC

HSC giả định giá bán bình quân mỗi dòng sản phẩm sẽ tăng 2-3% mỗi năm trong giai đoạn 2025-2026

Triệu đồng/tấn	2023A	2024F	2025F	2026F
P4	105.2	95.6	98.5	101.4
TPA (H3PO4 85%)	26.5	25.7	26.5	27.3
WPA 50%	10.3	11.3	11.6	11.9
Phân bón	6.2	8.0	8.4	8.7
Phụ gia TACN	9.8	10.6	10.9	11.2
Pin (Triệu đồng/đơn vị)	0.5	0.4	0.4	0.4
Ethanol	-	N/a	21.8	22.2
CO2 lỏng	-	-	3.0	3.1
NaOH	-	-	-	11.3

Nguồn: HSC

Bảng 70: Nguồn quặng apatit tự cung cấp, DGC

Chúng tôi dự báo DGC sẽ tự cung cấp khoảng 90% nhu cầu quặng apatit của Công ty trong giai đoạn 2025-2026

Tấn	2023A	2024F	2025F	2026F
Nhu cầu quặng	1,372,819	1,440,106	1,624,335	1,762,651
Hàm lượng P/tấn quặng	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
Nhu cầu P	114,402	120,009	135,361	146,888
Nguồn tự cung	945,000	1,410,500	1,519,000	1,439,543
Nguồn bên ngoài	427,819	29,606	105,335	323,108
Nguồn quặng tự cung	69%	98%	94%	82%
Nguồn quặng bên ngoài	31%	2%	6%	18%

Nguồn: HSC

Bảng 71: Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp, DGC

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp tổng thể sẽ thu hẹp một chút qua các năm do có thêm HĐKD mới

	2023A	2024F	2025F	2026F
P4	37%	33%	33%	31%
TPA (H3PO4 85%)	34%	19%	19%	17%
WPA 50%	41%	49%	48%	45%
Phân bón	39%	52%	50%	45%
Phụ gia TACN	25%	25%	25%	25%
Tỷ suất lợi nhuận gộp tổng thể	35%	34%	33%	31%

Nguồn: HSC

Bảng 72: Chi phí BH&QL/doanh thu, DGC

HSC dự báo tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu sẽ ổn định ở mức 6,6% trong vòng 3 năm tới

Tỷ đồng	2023A	2024F	2025F	2026F
Chi phí bán hàng	(436)	(547)	(657)	(819)
% trên doanh thu	-4.5%	-5.2%	-5.0%	-5.0%
Chi phí quản lý	(159)	(168)	(210)	(262)
% trên doanh thu	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%
Tổng chi phí BH&QL	(594)	(715)	(867)	(1,081)
Chi phí BH&QL/doanh thu	-6.1%	-6.8%	-6.6%	-6.6%

Nguồn: HSC

Bảng 73: Thu nhập tài chính, DGC

Lãi HĐ tài chính dự báo sẽ đóng góp khoảng 18-19% vào LNTT của DGC trong giai đoạn 2025-2026

Tỷ đồng	2023A	2024F	2025F	2026F
Thu nhập tài chính	738	728	838	1,003
Chi phí tài chính	(98)	(74)	(76)	(80)
Lãi HĐ tài chính	640	653	762	923
LNTT	3,485	3,552	4,253	4,838
% đóng góp vào LNTT	18.4%	18.4%	17.9%	19.1%

Nguồn: HSC

Bảng 74: Tỷ suất lợi nhuận qua các năm, DGC

Tỷ suất lợi nhuận thuần được dự báo sẽ giảm dần do tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp và thuế TNDN tăng dần

	2023A	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35%	34%	33%	31%
Tỷ suất LNTT	36%	34%	32%	30%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	32%	30%	28%	26%

Nguồn: HSC

Bảng 75: Giả định bằng CĐKT, DGC

HSC tin rằng DGC vẫn sẽ tiếp tục duy trì một lượng tiền mặt dồi dào cho đến năm 2026

Tỷ đồng	2023A	2024F	2025F	2026F
Nợ ngắn hạn	1,328	827	1,052	1,137
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ	1,328	827	1,052	1,137
Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn	10,403	11,295	13,562	17,114
Tiền thuần	9,075	10,468	12,510	15,977
Tiền thuần/vốn CSH	75.4%	74.9%	75.9%	82.0%

Nguồn: HSC

Bảng 76: Chính sách cổ tức bằng tiền mặt, DGC

Chúng tôi dự báo lợi suất cổ tức sẽ đạt gần 3% trong giai đoạn 2025-2026, do chi phí đầu tư tài sản cố định lớn từ dự án sản xuất nhôm

Đồng	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	7,673	7,818	9,199	10,480
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức	39.1%	38.4%	32.6%	28.6%
Lợi suất cổ tức	3.2%	2.6%	2.6%	2.6%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với DGC với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 135.100đ, tương đương tiềm năng tăng giá 17% và P/E dự phóng năm 2025 là 14,6 lần. Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 3 tháng qua và 28% trong 1 năm qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần, cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 8,7 lần. DGC cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 là 12,5 lần, nhỏ hơn nhiều so với trung vị của các công ty cùng ngành trong khu vực (chủ yếu là các công ty niêm yết tại Trung Quốc) ở mức 16,3 lần. Với kế hoạch đầy tham vọng của Chính phủ là định vị Việt Nam trở thành trung tâm bán dẫn toàn cầu, DGC có vị thế tốt để hưởng lợi đáng kể nhờ chuyên môn về các sản phẩm từ phốt pho, bao gồm P4. Các dự án mới được bổ sung cũng sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của DGC trong dài hạn.

Phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để tính toán giá trị hợp lý cho DGC. Các giả định định giá như sau: lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5%, hệ số beta 1,5 (dựa trên dữ liệu của Bloomberg trong giai đoạn 2 năm) – theo đó giá định WACC là 14,7% – và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%.

Chúng tôi tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 77-80. Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 81.

Bảng 77: Tính toán FCFF, DGC

HSC dự báo FCFF sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2024-2027

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần	3,100	3,125	3,678	4,189	5,200
+ Lãi vay * (1- thuế suất)	30	20	21	25	26
+ Khấu hao	358	516	531	726	746
- Thay đổi vốn lưu động	234	395	(191)	(62)	(1,178)
- Đầu tư cơ bản (đầu tư tài sản cố định)	(251)	(693)	(1,144)	(300)	(149)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	3,471	3,364	2,895	4,578	4,645

Nguồn: HSC

Bảng 78: Tính toán WACC 1, DGC

Chi phí vốn CSH và chi phí nợ dự báo lần lượt là 15,3% và 3.5%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.5
Chi phí vốn CSH (tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng)	15.3%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	4.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	12.1%
Chi phí nợ sau thuế	3.5%

Nguồn: HSC

Bảng 79: Tính toán WACC 2, DGC

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 14,7%

	Giá trị
Vốn CSH/Tổng nguồn vốn	95%
Nợ/ Tổng nguồn vốn	5%
WACC	14.7%

Nguồn: HSC

Bảng 80 cho thấy mô hình DCF tạo ra giá trị doanh nghiệp cuối năm 2025 là 37,9 nghìn tỷ đồng, bao gồm 10,4 nghìn tỷ đồng giá trị hiện tại của dòng tiền ước tính đến năm 2027 (26,8% tổng giá trị định giá) và 28,4 nghìn tỷ đồng giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (73,2% tổng giá trị định giá).

Bảng 80: Định giá DCF, DGC

Giá mục tiêu của DGC là 135.100đ, tiềm năng tăng giá 17,3%

Năm	2024F	2025F	2026F	2027F	Giá trị dài hạn
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	3,364	2,895	4,578	4,645	
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					2.0%
Giá trị dài hạn					37,340
Dòng tiền tương lai	3,364	2,895	4,578	4,645	37,340
Giá trị của doanh nghiệp (EV)		38,807			
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2027		10,418			
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		28,389			
Điều chỉnh đối với nợ thuần		12,510			
- Tổng nợ		(1,052)			
+ Tiền mặt, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn		13,562			
Giá trị vốn CSH		51,318			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)		379.8			
Giá trị hợp lý/CP (đồng)		135,125			
Thị giá		115,200			
Tiềm năng tăng giá		17.3%			

Nguồn: HSC

Bảng 81: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu (đồng), DGC

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%	135,598	132,172	128,984	126,011	123,231
	1.5%	139,048	135,360	131,938	128,755	125,786
	2.0%	142,792	138,809	135,125	131,707	128,528
	2.5%	146,870	142,553	138,573	134,892	131,478
	3.0%	151,327	146,631	142,316	138,340	134,662

Nguồn: HSC

Biểu đồ 82: P/E trượt dự phóng 1 năm, DGC

DGC hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 83: Độ lệch chuẩn so với bình quân, DGC

...cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 3 tháng qua và 28% trong 1 năm qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần, cao hơn nhiều so với so với bình quân 3 năm ở mức 8,7 lần (Biểu đồ 82-83). DGC cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 là 12,5 lần, nhỏ hơn nhiều so với trung vị của các công ty cùng ngành (chủ yếu là các công ty hóa chất niêm yết tại Trung Quốc) ở mức 16,3 lần.

Bảng 84: So sánh với định giá các công ty cùng ngành trong khu vực

DGC có định giá rẻ hơn các công ty cùng ngành trong khu vực

	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		P/B		ROE		Lợi suất cổ tức 2024F
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Hubei Yihua Chemical Industry	000422 CH	2,103	14.7	12.8	10.5	9.8	2.7	2.4	14.6%	15.1%	2.3%
Tangshan Sanyou Chemical	600409 CH	1,649	17.4	13.8	6.0	5.6	0.8	0.8	4.8%	5.8%	1.4%
Trung Quốc Jushi Co Ltd	600176 CH	6,368	19.7	15.2	11.6	9.5	1.5	1.4	7.7%	9.3%	2.4%
Tianqi Lithium Corp	002466 CH	8,984	N/m	26.8	12.7	9.8	1.5	1.4	-8.0%	5.0%	3.3%
Satellite Chemical Co Ltd	002648 CH	8,822	11.5	9.4	8.3	7.0	2.1	1.8	18.7%	19.2%	2.1%
LB Group Ltd	002601 CH	6,448	13.6	11.4	9.7	8.6	1.9	1.8	14.1%	15.5%	3.1%
Guangzhou Tinci Materials Tech	002709 CH	6,454	65.3	32.6	26.4	18.7	3.5	3.2	5.3%	10.1%	1.2%
CNGR Advanced Material Co Ltd	300919 CH	6,087	21.1	17.4	15.7	12.4	2.1	1.8	9.6%	10.9%	2.4%
Yunnan Energy New Material Co	002812 CH	5,626	50.4	33.3	18.2	14.7	1.5	1.4	3.3%	4.7%	3.7%
Jiangsu Pacific Quartz Co Ltd	603688 CH	2,481	29.4	21.7	20.6	15.1	2.4	2.2	5.9%	7.4%	11.5%
Trung vị			19.7	16.3	12.2	9.8	2.0	1.8	6.8%	9.7%	2.4%
Hóa chất Đức Giang	DGC VN	1,729	14.7	12.5	12.9	11.0	3.2	2.8	24.8%	26.0%	2.6%

Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 85: So sánh các chỉ số cơ bản, DGC và một số công ty hóa chất tại Việt Nam

Mảng phân bón đóng góp chỉ 23,4% vào doanh thu của DGC so với 100% của DCM/DPM, trong khi lợi nhuận của DGC tích cực hơn nhiều so với 2 công ty kể trên

Tỷ đồng	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu			EBITDA		Lợi nhuận thuần	
			2024F	2025F	% fert., 2024F	2024F	2025F	2024F	2025F
PetroViệt Nam Ca Mau Fertilizer	DCM VN	769	12,832	12,866	100.0%	1,538	1,748	1,311	1,433
PetroViệt Nam Fertilizer & Chemical	DPM VN	519	12,968	13,272	100.0%	1,437	1,688	836	1,019
Duc Giang Chemical	DGC VN	1,729	10,515	13,133	23.4%	3,423	4,032	3,125	3,678

Nguồn: HSC

Bảng 86: So sánh định giá, DGC và một số công ty hóa chất tại Việt Nam

Cùng chỉ số P/E nhưng ROE của DGC thấp hơn cho thấy DGC đang bị định giá dưới giá trị thực

	P/E		EV/EDITDA		P/B		ROE		Lợi suất cổ tức 2024F
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
DCM	14.8	13.6	7.7	5.4	1.9	1.8	13.1%	13.9%	0.0%
DPM	15.7	12.9	4.3	3.4	1.1	1.1	7.3%	8.8%	6.0%
DGC	14.7	12.5	12.9	11.0	3.2	2.8	24.8%	26.0%	2.6%

Nguồn: HSC

Lưu ý, HSC không coi hai công ty hóa chất niêm yết tại Việt Nam khác trong danh sách khuyến nghị của mình, DCM và DPM, là đối thủ với DGC vì những lý do sau:

- DCM và DPM về cơ bản đều là những công ty phân bón thuần túy, với gần 100% doanh thu được tạo ra từ mảng này. Ngược lại, mảng phân bón của DGC dự kiến chỉ đóng góp 23,4% doanh thu của công ty trong năm 2024.
- Các sản phẩm phân bón chính của DCM và DPM là urê và NPK, trong khi phân bón của DGC chủ yếu là DAP và MAP.

Tuy nhiên, HSC vẫn so sánh DGC với hai công ty này trong Biểu đồ 85-86.

Rủi ro đối với luận điểm đầu tư của HSC

Vì HKKD của DGC phần lớn gắn liền với P4 (loại hàng hóa liên kết) và các nền kinh tế như Trung Quốc, HSC nhận thấy có những rủi ro và tiềm năng liên quan đến tốc độ phục hồi kinh tế toàn cầu và trong nước. Theo đó, sự phục hồi yếu hơn hoặc mạnh hơn của nền kinh tế sẽ mang lại rủi ro giảm/tiềm năng tăng đối với dự báo và giá mục tiêu của chúng tôi.

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- **Chi phí điện tăng cao hơn dự kiến**, vì chi phí điện chiếm 40% chi phí sản xuất P4. HSC đưa vào mô hình dự báo mức tăng 3% mỗi năm của chi phí điện. Theo

đó, việc giá điện tăng trên mức này sẽ là rủi ro giảm giá đối với dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

- **Rủi ro thực hiện các dự án mới như dự án Nghi Sơn.** HSC được biết một chuyên gia về xút sẽ tham gia khi dự án của DGC bắt đầu vào tháng 12.
- Công ty không thể gia hạn **giấy phép khai thác mỏ hiện có** hoặc không có được các khai trường mới. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng vị thế vững chắc của DGC với tư cách doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất các sản phẩm gốc photpho và mô hình kinh doanh liên kết theo chiều dọc của Công ty sẽ giúp giảm thiểu rủi ro này.
- **Rủi ro về mặt môi trường.** Công ty phải đối mặt với những thách thức về môi trường bao gồm ô nhiễm không khí từ các hoạt động khai thác và những rủi ro cổ hữu liên quan đến việc xử lý P4 dễ cháy.

Tiềm năng tăng giá gồm:

- **Nhu cầu P4 tăng** nhờ sự phục hồi mạnh mẽ hơn của thị trường trong ngành công nghiệp bán dẫn toàn cầu.
- **Dự án BĐS** sẽ mang lại tiềm năng tăng giá trong dài hạn. Bất kỳ tiến triển nào của dự án BĐS sẽ mang lại chất xúc tác tốt cho giá cổ phiếu.
- Dự thảo chuyển các sản phẩm phân bón từ diện không chịu thuế GTGT sang diện **chịu thuế GTGT với thuế suất 5%**, nếu được phê duyệt, sẽ giúp lợi nhuận thuần hằng năm của DGC tăng thêm khoảng 3%. Tác động tích cực nhưng hạn chế.
- **Đồng USD mạnh lên so với VND** hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận vì xuất khẩu đóng góp phần lớn doanh thu của DGC.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	14,444	9,748	10,515	13,133	16,382
Lợi nhuận gộp	6,750	3,440	3,622	4,368	5,010
Chi phí BH&QL	(752)	(594)	(715)	(867)	(1,081)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	5,998	2,846	2,907	3,502	3,929
Lãi vay thuần	384	641	653	762	923
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	(5.90)	(1.38)	(8.41)	(10.5)	(13.1)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	6,376	3,485	3,552	4,253	4,838
Chi phí thuế TNDN	(339)	(243)	(302)	(425)	(484)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(472)	(142)	(125)	(150)	(165)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	5,565	3,100	3,125	3,678	4,189
Lợi nhuận thuần ĐC	5,434	2,770	2,977	3,504	3,993
EBITDA ĐC	6,283	3,204	3,423	4,032	4,655
EPS (đồng)	14,653	8,163	8,229	9,684	11,031
EPS ĐC (đồng)	14,309	7,294	7,840	9,227	10,514
DPS (đồng)	4,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	380	380	380	380	380
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	380	380	380	380	380
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	380	380	380	380	380

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	1,535	1,061	295	562	1,114
Đầu tư ngắn hạn	7,471	9,342	11,000	13,000	16,000
Phải thu khách hàng	919	1,130	1,052	1,379	1,802
Hàng tồn kho	1,000	855	965	1,139	1,365
Các tài sản ngắn hạn khác	59.8	79.7	85.9	131	164
Tổng tài sản ngắn hạn	10,985	12,467	13,398	16,212	20,445
TSCĐ hữu hình	2,015	2,331	2,502	3,116	2,690
TSCĐ vô hình	0.09	352	341	330	320
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	376	420	414	424	436
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	29.0	31.2	32.8	34.4	36.1
Tổng tài sản dài hạn	2,420	3,134	3,290	3,905	3,481
Tổng cộng tài sản	13,405	15,601	16,687	20,116	23,926
Nợ ngắn hạn	468	1,328	827	1,052	1,137
Phả trả người bán	326	190	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	1,653	1,833	1,802	2,494	3,204
Tổng nợ ngắn hạn	2,571	3,493	2,629	3,546	4,341
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	70.0	77.0	84.7	93.2
Nợ dài hạn khác	0.10	0.27	0.28	0.29	0.30
Tổng nợ dài hạn	0.10	70.3	77.3	85.0	93.5
Tổng nợ phải trả	2,572	3,563	2,706	3,631	4,435
Vốn chủ sở hữu	10,451	11,707	13,526	15,881	18,721
Lợi ích cổ đông thiểu số	382	330	455	605	770
Tổng vốn chủ sở hữu	10,834	12,037	13,981	16,486	19,491
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,405	15,601	16,687	20,116	23,926
BVPS (đ)	27,519	30,826	35,616	41,816	49,296
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(1,068)	267	532	490	23.0

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	5,998	2,846	2,907	3,502	3,929
Khấu hao	(285)	(358)	(516)	(531)	(726)
Lãi vay thuần	384	641	653	762	923
Thuế TNDN đã nộp	(303)	(265)	(302)	(425)	(484)
Thay đổi vốn lưu động	(123)	(201)	(514)	(9.27)	(159)
Khác	62.0	14.1	(8.41)	(10.5)	(13.1)
LCT thuần từ HKKD	5,937	2,784	2,621	3,611	4,026
Đầu tư TS dài hạn	(157)	(251)	(693)	(1,144)	(300)
Góp vốn & đầu tư	(7,104)	(9,182)	(1,053)	(1,285)	(2,120)
Thanh lý	3,434	7,094	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(3,828)	(2,338)	(1,746)	(2,429)	(2,420)
Cổ tức trả cho CSH	(411)	(1,774)	(1,139)	(1,139)	(1,139)
Thu từ phát hành CP	85.4	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(371)	853	(501)	225	85.5
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(697)	(920)	(1,640)	(915)	(1,054)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	124	1,535	1,061	295	562
LCT thuần trong kỳ	1,412	(475)	(765)	267	552
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.41)	0.00	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,535	1,061	295	562	1,114
Dòng tiền tự do	5,779	2,533	1,928	2,467	3,726

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	46.7	35.3	34.4	33.3	30.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	43.5	32.9	32.6	30.7	28.4
Tỷ suất LNT (%)	38.5	31.8	29.7	28.0	25.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	5.31	6.99	8.50	10.0	10.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	51.2	(32.5)	7.87	24.9	24.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	123	(49.0)	6.86	17.8	15.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	132	(49.0)	7.48	17.7	14.0
Tăng trưởng EPS (%)	4.97	(44.3)	0.82	17.7	13.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	4.43	(49.0)	7.48	17.7	14.0
Tăng trưởng DPS (%)	300	(25.0)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	27.3	36.8	36.5	31.0	27.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	67.3	28.0	24.8	25.0	24.2
ROACE (%)	69.9	24.8	22.2	22.9	21.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.32	0.67	0.65	0.71	0.74
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	0.99	0.98	0.90	1.03	1.02
Số ngày tồn kho	47.4	49.5	51.1	47.4	43.8
Số ngày phải thu	43.6	65.4	55.7	57.4	57.8
Số ngày phải trả	15.5	11.0	0	0	0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(9.93)	2.81	3.93	3.08	0.12
Nợ/tài sản (%)	3.71	8.91	4.96	5.23	4.75
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.08	0.43	0.24	0.26	0.24
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.27	3.57	5.10	4.57	4.71
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.96	4.52	4.21	3.37	2.67
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.79	13.7	12.9	11.0	9.40
P/E (lần)	7.86	14.1	14.0	11.9	10.4
P/E ĐC (lần)	8.05	15.8	14.7	12.5	11.0
P/B (lần)	4.19	3.74	3.23	2.75	2.34
Lợi suất cổ tức (%)	3.47	2.60	2.60	2.60	2.60

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn