

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ109,800 (từ VNĐ128,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/10/2025)	93,000
Mã Bloomberg	DGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	73,100-119,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	92,433
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	35,319
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,340
Slg CP lưu hành (tr.đv)	380
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	186
Slg CP NN được mua (tr.đv)	140
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	12.2%
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	(5.01)	(9.00)	(16.2)
So với chỉ số	(8.20)	(28.1)	(41.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	8,577	8,516	0.7
2026F	9,796	10,041	(2.4)
2027F	10,432	12,003	(13.1)

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

Thuế xuất khẩu mới có hiệu lực từ tháng 1/2026; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với DGC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 14% giá mục tiêu xuống 109.800đ (tiềm năng tăng giá 18%), sau khi phản ánh mức thuế xuất khẩu P4 mới vào mô hình dự báo lợi nhuận (tăng lên 10% từ tháng 1/2026 và sau đó tăng lên 15% từ tháng 1/2027, so với hiện tại là 5%).
- Cho năm 2026-2027, chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần, đa phần do tăng thuế xuất khẩu trong khi vẫn giữ nguyên dự báo cho năm 2025. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 14%/8%/7% trong các năm 2025/2026/2027, tương ứng với mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 9.7%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 11 lần. Mặc dù thiếu động lực tăng trưởng ngắn hạn, đã phục hồi vững chắc của mảng kinh doanh cốt lõi giúp định giá của DGC trở nên hấp dẫn.

Sự kiện: Cập nhật thuế xuất khẩu mới và ước tính lợi nhuận Q3/2025

HSC dự báo lợi nhuận của DGC trong Q3/2025 tích cực, đạt 862 tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ và đi ngang so với quý trước. Nếu Công ty đạt được kết quả trên, lợi nhuận thuần trong 9 tháng đầu năm 2025 sẽ ở mức 2.525 tỷ đồng, tăng 13,7% so với cùng kỳ.

Trong báo cáo này, chúng tôi phản ánh việc điều chỉnh mức thuế xuất khẩu P4 (phốt pho vàng), tăng lên 10% từ ngày 1/1/2026 và sau đó tăng lên 15% từ ngày 1/1/2027 từ mức 5% hiện tại, theo Nghị định số 199/2025/NĐ-CP.

Tác động: Giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027

Do phân khúc P4 đóng góp lên đến 49% doanh thu của DGC trong 6 tháng đầu năm 2025, Công ty đang đối mặt với thách thức liên quan đến chi phí tăng cao. Việc tăng thuế dự kiến sẽ làm chi phí tăng gấp đôi từ đầu năm 2026 và tăng gấp ba từ năm 2027, dẫn đến chi phí hoạt động của DGC sẽ tăng đáng kể. Mặc dù DGC đang có kế hoạch triển khai các giải pháp chiến lược để giảm thiểu tác động tiêu cực này, HSC dự báo chi phí thuế tăng cao (thêm 200 tỷ đồng trong năm 2026 và 400 tỷ đồng trong năm 2027 so với mức thuế cơ sở của năm 2025) vẫn sẽ tạo ra tác động tiêu cực lên LNST..

Nhằm phản ánh điều này, chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 xuống lần lượt 3.689 tỷ đồng (tăng trưởng 8%) và 3.941 tỷ đồng (tăng trưởng 6,9%), trong khi giữ nguyên dự báo cho năm 2025 ở mức 3.414 tỷ đồng, tăng trưởng 14,3%. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 9,7% (so với dự báo trước đó là 14%) và lần lượt thấp hơn 2% và 13% so với bình quân dự báo của thị trường cho năm 2026 và 2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn 12% so với bình quân 3 năm ở mức 11 lần. DGC có bảng ĐDKT lành mạnh, với lượng tiền mặt tương đương 35.000 đồng/cổ phiếu hoặc 38% thị giá. Cổ phiếu hiện đang giao dịch với mức định giá thấp do thiếu động lực tăng trưởng trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng DGC sẽ được các nhà đầu tư dài hạn tích cực quan tâm khi các dự án mới bắt đầu có đóng góp lợi nhuận cũng như khả năng nhận được phê duyệt đối với các dự án Bauxite trở nên rõ ràng hơn. HSC hạ khuyến nghị đối với DGC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu mới là 109.800đ (tiềm năng tăng giá 18%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 8/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,214	3,200	3,662	4,231	4,426 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	3,110	2,987	3,414	3,889	4,141 ▼
EPS ĐC (đồng)	7,322	7,501	8,577	9,796	10,432 ▼
DPS (đồng)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	30,826	35,173	41,222	47,449	54,308
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.1	11.3	9.70	8.41	7.90
P/E ĐC (lần)	12.7	12.4	10.8	9.49	8.92
Lợi suất cổ tức (%)	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23
P/B (lần)	3.02	2.64	2.26	1.96	1.71
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(48.8)	2.46	14.3	14.2	6.49
ROAE (%)	28.1	23.8	23.5	23.1	21.4

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

Động lực tăng trưởng ngắn hạn suy yếu; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 (tăng trưởng 14%) nhưng giảm bình quân 10% dự báo cho năm 2026-2027, do phản ánh tác động của việc tăng thuế xuất khẩu. Chi phí thuế tăng làm tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần giảm xuống 9,7% (so với dự báo trước đó của chúng tôi là 14%). Bất chấp những khó khăn về mặt chính sách, định giá của cổ phiếu vẫn hấp dẫn, nhờ Công ty có bảng CĐKT lành mạnh và các động lực tăng trưởng trong dài hạn, bao gồm khả năng nhận được phê duyệt cho dự án Bauxite. Tuy nhiên, do triển vọng tăng trưởng trong ngắn hạn suy yếu, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DGC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào), với giá mục tiêu mới là 109.800đ (tiềm năng tăng giá 18%).

Mức thuế xuất khẩu mới có hiệu lực từ ngày 1/1/2026

Quá trình tăng thuế xuất khẩu P4

Ngày 8/7/2025, Chính phủ ban hành Nghị định số 199/2025/NĐ-CP nhằm sửa đổi và bổ sung Nghị định số 26/2023/NĐ-CP quy định về thuế xuất khẩu, thuế nhập khẩu ưu đãi, danh mục hàng hóa và mức thuế tuyệt đối, thuế hỗn hợp, thuế nhập khẩu ngoài hạn ngạch thuế quan. Nghị định sửa đổi này có hiệu lực từ ngày 8/7/2025, bao gồm chính sách thuế xuất khẩu mới đối với P4. Chi tiết như sau:

Thuế xuất khẩu P4 sẽ tăng từ mức hiện tại là 5% lên:

- 10% có hiệu lực từ ngày 1/1/2026; và
- 15% từ ngày 1/1/2027.

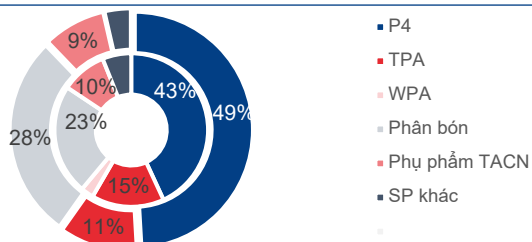
Chính phủ cho rằng P4 là một thành phần quan trọng cho nhiều ngành công nghiệp, bao gồm phân bón và phân khúc công nghệ cao như bán dẫn và pin lithium. Do đó, việc tăng thuế xuất khẩu đối với sản phẩm này nhằm mục đích bảo vệ nguồn dự trữ quốc gia và thúc đẩy sự phát triển của chuỗi giá trị P4 trong nước.

Mức tăng của thuế xuất khẩu năm 2026/2027 bằng 4%/8% lợi nhuận thuần năm 2025

HSC lưu ý rằng doanh thu P4 (2.682 tỷ đồng) đóng góp 49% doanh thu của DGC trong 6 tháng đầu năm 2025. Do đó, việc tăng dần thuế xuất khẩu P4 từ 5% lên 10% vào năm 2026 và lên 15% vào năm 2027 có khả năng tạo ra tác động tiêu cực đáng kể lên KQKD chung của DGC. Giả sử Công ty không có chiến lược nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực từ việc tăng thuế và sản lượng tiêu thụ hàng năm của P4 không đổi, chúng tôi ước tính mỗi đợt tăng thuế xuất khẩu 5% sẽ phát sinh thêm 220 tỷ đồng chi phí. Dựa trên lộ trình tăng thuế, cùng với giả định sản lượng tiêu thụ P4, chúng tôi ước tính chi phí thuế tăng thêm khoảng 270 tỷ đồng trong năm 2026 và 550 tỷ đồng trong năm 2027 (so với chi phí thuế của năm 2025).

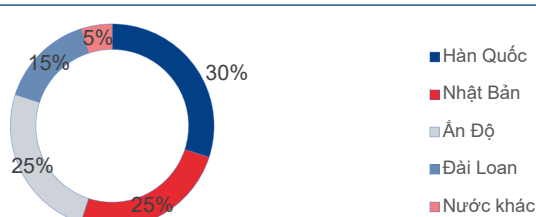
Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng mức thuế khẩu P4 sang Nhật Bản vẫn là 0% theo Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP). Chúng tôi kỳ vọng tác động tiêu cực từ việc thay đổi chính sách thuế sẽ được giảm thiểu nhờ thị trường Nhật Bản chiếm đến 25% sản lượng P4 xuất khẩu của Công ty (Biểu đồ 2). Mặc dù DGC đang cố gắng chuyển dần chi phí tăng thêm do thuế sang khách hàng, HSC tin rằng mức độ thành công của chiến lược này là khá thấp.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, DGC
P4 đóng góp 49% vào doanh thu của DGC trong 6 tháng đầu năm 2025



Ghi chú: hình tròn bên trong = 2024; hình tròn bên ngoài = 6 tháng đầu năm 2025
Nguồn: DGC, HSC

Biểu đồ 2: Thị trường xuất khẩu của P4, DGC
Toàn bộ doanh thu P4 là xuất khẩu, với Hàn Quốc/Nhật Bản là thị trường chính



Nguồn: DGC, HSC

Ngoài ra, DGC có thể sẽ có chiến lược tập trung hơn vào việc sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn như TPA (axit photphoric), PAC (poly nhôm clorua), H3PO3 (axit photphonic) và PCI3 (photpho trichlorua) sau khi nhà máy Nghi Sơn của Công ty bắt đầu vận hành chính thức vào năm 2026. Dĩ nhiên, sự thay đổi chiến lược này sẽ tùy thuộc vào nhu cầu của thị trường.

Do trong báo cáo lãi lỗ, thuế xuất khẩu không được tính vào giá bán bình quân, chúng tôi giả định các tác động thuần lên DGC như sau: giá bán bình quân thuần năm 2026/2027 đối với P4 dự kiến giảm 2,5%/năm, phản ánh việc tăng 5% thuế xuất khẩu mỗi năm trong năm 2026 và 2027. Hoặc tác động trên được quy ra bằng 135 tỷ đồng trong năm 2026 và 270 tỷ đồng trong năm 2027 (hoặc tăng 135 tỷ đồng so với mức nền cao của năm 2026). Phần chi phí tăng thêm trong năm 2026/2027 tương đương với 4%/8% lợi nhuận thuần của 2025.

Dự báo lợi nhuận Q3/2025

Theo ước tính của HSC, trong Q3/2025:

- **Đối với phân khúc P4:** Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Q3/2025 đạt 13.000 tấn, giảm 3% so với cùng kỳ nhưng tăng 6% so với quý trước. Giá bán bình quân của P4 đạt 105 triệu đồng/tấn, tăng 13% so với cùng kỳ nhưng giảm 3% so với quý trước.
- **Đối với phân khúc TPA:** Chúng tôi cũng dự báo sản lượng tiêu thụ Q3/2025 đạt 11.000 tấn, giảm 17% so với cùng kỳ và giảm 11% so với quý trước với giá bán bình quân là 26,5 triệu đồng/tấn, tăng 6% so với cùng kỳ nhưng giảm 5% so với quý trước.
- **Phân khúc phân bón** được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng mạnh so với cùng kỳ, nhờ giá bán bình quân tăng mạnh, với mức tăng dự kiến trên 25% so với cùng kỳ và trên 5% so với quý trước.
- **DGC tiếp tục** nhập khẩu quặng apatit từ Ai Cập và Nam Phi (đóng góp 30% tổng nhu cầu quặng apatit của Công ty) trong khi nguồn Công ty tự chủ và nguồn trong nước đóng góp 70% còn lại.

Với những ước tính trên, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q3/2025 của DGC đạt 862,4 tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ và tăng 1% so với quý trước. Nếu Công ty đạt được mức lợi nhuận này, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 sẽ đạt 2.525 tỷ đồng, tăng 13,7% so với cùng kỳ và hoàn thành 74% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi ở mức 3.414 tỷ đồng, tăng 14,3% so với cùng kỳ.

Bảng 3: Ước tính lợi nhuận Q3/2025, DGC

HSC dự báo lợi nhuận thuần trong Q3 sẽ tăng 22% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/24	Q2/25	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	9T25	So với cùng kỳ	2025	% hoàn thành
Lợi nhuận thuần	706	854	862	22.1%	1.0%	2,221	2,525	13.7%	3,414	74.0%

Nguồn: HSC

Dự án Nghi Sơn dự kiến sẽ đóng góp lợi nhuận lần đầu tiên từ năm 2026

Ngày 15/9/2025, HĐQT của DGC đã phê duyệt việc điều chỉnh dự án đầu tư Nghi Sơn. Thông tin chi tiết về dự án Nghi Sơn như sau:

- **Bổ sung giai đoạn 2 của dự án** để sản xuất thêm 75.500 tấn hóa chất bao gồm Kali Sunfat, H₂O₂ và pin, do nhu cầu đối với các sản phẩm này tăng cao.
- **Trong khi Giai đoạn 1**, công suất hằng năm vẫn không đổi ở mức 151.000 tấn, bao gồm NaOH (50.000 tấn), HCL, PAC, H₃PO₃, PCl₃ và PCl₅, v.v.
- **Vốn đầu tư cho hai giai đoạn này** được điều chỉnh tăng lên 2,9 nghìn tỷ đồng (so với 2,4 nghìn tỷ đồng trước đó chỉ cho Giai đoạn 1).
- **Lộ trình xây dựng:** từ Q4/2024 đến Q1/2026 và vận hành chính thức từ Q2/2026 cho Giai đoạn 1. Đối với Giai đoạn 2, công tác xây dựng sẽ tiến hành Q3/2026 đến Q4/2027.

HSC đánh giá việc điều chỉnh này là động thái tích cực, cho thấy sự tự tin của BLĐ DGC về nhu cầu phát triển dự án mới. Chúng tôi dự báo dự án Nghi Sơn sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận lần đầu tiên từ năm 2026, với 955 tỷ đồng doanh thu, tương đương 7% doanh thu năm 2026 của DGC. Mức đóng góp lợi nhuận này dự kiến sẽ cải thiện lên 10% vào năm 2027 với doanh thu 1.507 tỷ đồng, tăng 58% so với cùng kỳ.

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của dự án Nghi Sơn sẽ đạt khoảng 25% trong năm đầu tiên có đóng góp lợi nhuận, sau đó cải thiện lên 30% trong thời gian tới nhờ công suất hoạt động cải thiện.

Cập nhật tình hình triển khai các dự án khác

Ở giai đoạn này, DGC đang xin phê duyệt các dự án:

- Công ty đang xin giấy phép thăm dò quặng apatit mở rộng cho hai mỏ: Mỏ số 25 và Mỏ số 19B. Quá trình xin cấp phép đã đạt được bước ngoặt quan trọng trong thời gian gần đây với việc được cấp giấy chứng nhận chính thức về trữ lượng quặng mới tại Mỏ số 25. Tiến triển tích cực này đã củng cố khả năng DGC nhận được giấy phép thăm dò mở rộng, dự kiến trong năm 2026. Với giấy phép trên, DGC có thể tiến hành các hoạt động thăm dò tại mỏ này đến năm 2030. Tiến độ xin cấp phép đối với Mỏ số 19B cũng đang có tiến triển tích cực. Chúng tôi đã phản ánh việc Công ty gia hạn thành công giấy phép thăm dò 2 mỏ này đến năm 2030 vào mô hình dự báo lợi nhuận. Trong khi đó, DGC cũng đang tích cực tìm mua lại các mỏ apatit để cải thiện nguồn cung quặng apatit cho hoạt động sản xuất của Công ty.
- Dự án bất động sản Đức Giang Residence – DGC cũng đang chờ nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư cho dự án này. Chúng tôi chưa phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận cho đến khi Công ty nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư. Ở giai đoạn này, chúng tôi dự báo dự án sẽ có đóng góp lợi nhuận lần đầu tiên từ năm 2027. Nhưng nếu dự án có tiến triển tích cực, mức đóng góp doanh thu và LNST cho DGC sẽ lần lượt đạt khoảng 5 nghìn tỷ đồng/1 nghìn tỷ đồng.
- Dự án Bauxite đang có tiến triển tốt với 2 quy trình xin phê duyệt riêng biệt và song song: (1) Thăm dò mỏ: Xin phê duyệt từ cơ quan Chính phủ trung ương có liên quan, Bộ Nông nghiệp và Môi trường. Và (2) Nhà máy chế biến: Xin phê duyệt từ UBND tỉnh Lâm Đồng. HSC kỳ vọng dự án này sẽ nhận được phê duyệt vào năm 2026. Chúng tôi phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận cho đến khi Công ty nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư. Dự án này có thể trở thành một bước ngoặt lớn, đảm bảo cho DGC đạt được tốc độ tăng trưởng dài hạn.

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 3.414 tỷ đồng, tăng trưởng 14,3%, trong khi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 chủ

yếu do phản ánh việc tăng thuế xuất khẩu vào mô hình dự báo. Các giả định chính của chúng tôi như sau:

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận, DGC

Hạ dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2027 bình quân 10%, chủ yếu do tác động từ thuế quan mới của Mỹ

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			% điều chỉnh			Tăng trưởng		
Chỉ tiêu	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	11,390	13,088	14,499	11,856	13,710	14,867	4.1%	4.8%	2.5%	20.2%	15.6%	8.4%
LNST	3,533	4,254	4,648	3,573	3,864	4,134	1.1%	-9.2%	-11.0%	15.0%	8.1%	7.0%
Lợi nhuận thuần	3,376	4,061	4,431	3,414	3,689	3,941	1.1%	-9.2%	-11.0%	14.3%	8.0%	6.9%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, DGC

Tăng trưởng xuất khẩu được dự báo sẽ bị hạn chế do tác động của việc tăng thuế xuất khẩu...

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Trong nước	3,118	4,454	5,970	6,921
Xuất khẩu	6,747	7,402	7,740	7,946
Doanh thu thuần	9,865	11,856	13,710	14,867

Nguồn: HSC

Bảng 6: Tỷ trọng doanh thu theo thị trường, DGC

... do đó, HSC dự báo đóng góp từ thị trường nội địa sẽ được cải thiện qua các năm.

%	2024	2025F	2026F	2027F
Trong nước	32%	38%	44%	47%
Xuất khẩu	68%	62%	56%	53%
Tổng	100%	100%	100%	100%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm, DGC

Chúng tôi giả định nhà máy Nghi Sơn sẽ bắt đầu có doanh thu trong năm 2026...

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
P4	4,252	5,400	5,265	5,133
TPA	1,508	1,187	1,345	1,480
WPA	265	0	246	396
Phân bón	2,296	2,964	3,231	3,402
Phụ gia TACN	945	1,111	1,190	1,287
Pin	181	229	259	294
Ethanol	0	463	667	777
CO2 lỏng	0	64	92	108
Nhà máy Nghi Sơn	0	0	955	1,507
Khác	418	439	461	484
Doanh thu thuần	9,865	11,856	13,710	14,867

Nguồn: HSC

Bảng 8: Tỷ trọng doanh thu theo dòng sản phẩm, DGC

... với tỷ trọng đóng góp của TPA và phân bón tăng lên

%	2024	2025F	2026F	2027F
P4	43.1%	45.5%	38.4%	34.5%
TPA	15.3%	10.0%	9.8%	10.0%
WPA	2.7%	0.0%	1.8%	2.7%
Phân bón	23.3%	25.0%	23.6%	22.9%
Phụ gia TACN	9.6%	9.4%	8.7%	8.7%
Pin	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%
Ethanol	0.0%	3.9%	4.9%	5.2%
CO2 lỏng	0.0%	0.5%	0.7%	0.7%
Nhà máy Nghi Sơn	0.0%	0.0%	7.0%	10.1%
Khác	4.2%	3.7%	3.4%	3.3%
Doanh thu thuần	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Giả định tỷ suất lợi nhuận, DGC

Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận sẽ thu hẹp trong năm 2026-2027, do mức thuế tăng lên

Tỷ suất lợi nhuận	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35.0%	33.9%	33.1%	32.2%
Tỷ suất LNNT	34.5%	33.5%	32.9%	32.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	30.3%	28.8%	26.9%	26.5%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Chi phí BH&QL, DGC

Chi phí BH&QL/doanh thu được giả định sẽ giảm qua các năm

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Chi phí bán hàng	447	533	590	639
Tỷ trọng trên doanh thu	4.5%	4.5%	4.3%	4.3%
Chi phí quản lý	171	202	237	253
Tỷ trọng trên doanh thu	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
Chi phí BH&QL	618	735	827	892
Tỷ trọng trên doanh thu	6.3%	6.2%	6.0%	6.0%

Nguồn: HSC

Như được trình bày trong Bảng 5-8, chúng tôi dự báo mức đóng góp của P4 vào doanh thu của DGC sẽ giảm dần theo thời gian, do Công ty chuyển sang sản xuất các sản phẩm hạ nguồn như TPA, phân bón, cùng với việc nhà máy Nghi Sơn bắt đầu đóng góp lợi nhuận lần đầu từ năm 2026.

Chúng tôi cũng dự báo tỷ suất lợi nhuận của DGC sẽ chịu áp lực trong trung hạn từ năm 2026-2027 khi việc tăng thuế xuất khẩu bắt đầu phát huy tác dụng. Ngoài ra, đóng góp mới từ dự án Nghi Sơn sẽ tạo ra áp lực ngắn hạn lên chi phí khấu hao trong thời gian đầu vận hành. Tuy nhiên, trong dài hạn, từ năm 2028 trở đi, tác động này sẽ không còn nữa, mang lại dư địa cho DGC cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 14% giá mục tiêu xuống 109.800đ (tiềm năng tăng giá 18%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 và giảm giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn xuống 1% so với 2% trước đó do lo ngại về các điều kiện môi trường kém thuận lợi đối với phân khúc sản phẩm P4. Chúng tôi lưu ý rằng, nếu các dự án mới như dự án Bauxite được phê duyệt, lợi nhuận và định giá của Công ty sẽ cao hơn kỳ vọng của chúng tôi trong dài hạn.

Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 16,5%, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 1,5 lần.

Bảng 11: Tính toán FCFF, DGC

Dòng tiền thuần dự báo sẽ cải thiện qua các năm, do chi phí đầu tư sẽ giảm từ năm 2027 trở đi

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	3,414	3,689	3,941	4,442
+ Lãi vay * (1-thuế suất)	20	21	21	28
+ Khấu hao	379	519	533	589
- Thay đổi vốn lưu động	(772)	(19)	(341)	46
- Đầu tư cơ bản (đầu tư tài sản cố định)	(1,040)	(1,100)	(56)	(773)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	2,002	3,109	4,099	4,332

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán chi phí vốn CSH/chi phí nợ, DGC

Giữ nguyên giả định chi phí vốn CSH/chi phí nợ lần lượt là 17,1% và 3,5%

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	1.5
Chi phí vốn CSH	17.1%
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 13: Tính toán WACC, DGC

Giả định WACC là 16,5% - không đổi

WACC	
Vốn CSH/Tổng nguồn vốn	95%
Nợ/ Tổng nguồn vốn	5%
WACC	16.5%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Tính toán DCF, DGC

Giá mục tiêu mới là 109.800đ (tiềm năng tăng giá 18%)

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	2,002	3,109	4,099	4,332
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)				1.0%
Giá trị dài hạn				28,278
Dòng tiền tương lai	2,002	3,109	4,099	32,610
Giá trị hiện tại	2,002	3,109	3,519	24,039
Giá trị của doanh nghiệp		30,668		
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2028		9,822		
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		20,845		
- Tổng nợ		(917)		
+ Tiền mặt, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn		15,242		
Giá trị vốn CSH		44,993		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)		379.8		
Giá trị hợp lý/CP đến cuối năm 2026 (đồng)		118,470		
Giá trị hợp lý/CP đến giữa năm 2026 (đồng)		109,774		
Thị giá		93,000		
Tiềm năng tăng giá		18.0%		

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 11 lần. DGC có bảng CĐKT lành mạnh, với lượng tiền mặt tương đương 35.000 đồng/cổ phiếu hoặc 38% thị giá. Cổ phiếu đang được giao dịch với mức định giá thấp do thiếu các động lực tăng trưởng ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng DGC sẽ được các nhà đầu tư dài hạn tích cực quan tâm khi các dự án mới bắt đầu có đóng góp lợi nhuận cũng như khả năng nhận được phê duyệt đối với các dự án Bauxite trở nên rõ ràng hơn. HSC hạ khuyến nghị đối với DGC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu mới là 109.800đ (tiềm năng tăng giá 18%).

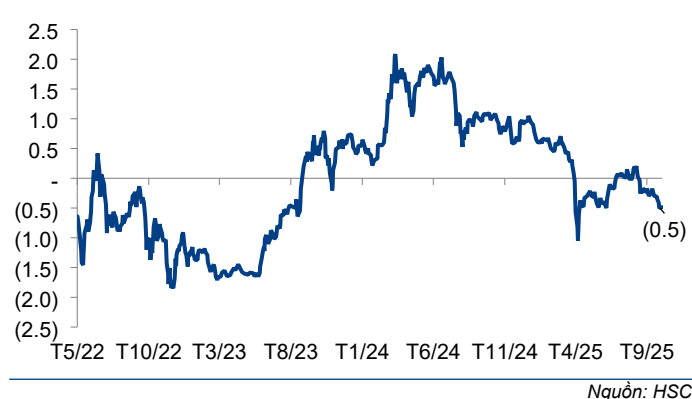
Biểu đồ 15: P/E trượt dự phóng 1 năm, DGC

DGC hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần ...



Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với bình quân, DGC

... thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 11 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	9,748	9,865	11,856	13,710	14,867
Lợi nhuận gộp	3,437	3,449	4,018	4,539	4,785
Chi phí BH&QL	(581)	(618)	(735)	(827)	(892)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,856	2,832	3,283	3,712	3,893
Lãi vay thuần	641	580	701	819	995
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	(1.38)	(11.6)	(13.9)	(16.1)	(17.4)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	3,495	3,400	3,970	4,515	4,870
Chi phí thuế TNDN	(243)	(293)	(397)	(452)	(536)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(142)	(121)	(159)	(175)	(193)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	3,110	2,987	3,414	3,889	4,141
Lợi nhuận thuần ĐC	2,781	2,849	3,257	3,720	3,962
EBITDA ĐC	3,214	3,200	3,662	4,231	4,426
EPS (đồng)	8,190	7,864	8,990	10,239	10,905
EPS ĐC (đồng)	7,322	7,501	8,577	9,796	10,432
DPS (đồng)	3,000	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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,061	116	733	672	1,372
Đầu tư ngắn hạn	9,342	10,570	12,570	14,570	17,570
Phải thu khách hàng	1,130	980	1,245	1,508	1,635
Hàng tồn kho	855	985	1,019	1,192	1,311
Các tài sản ngắn hạn khác	79.7	50.1	119	137	149
Tổng tài sản ngắn hạn	12,467	12,701	15,685	18,080	22,037
TSCĐ hữu hình	2,331	2,314	2,961	3,542	3,065
TSCĐ vô hình	352	343	334	325	317
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	420	431	417	428	440
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	31.2	32.5	34.1	35.8	37.6
Tổng tài sản dài hạn	3,134	3,121	3,746	4,332	3,859
Tổng cộng tài sản	15,601	15,821	19,432	22,411	25,896
Nợ ngắn hạn	1,328	865	941	917	1,008
Phải trả người bán	190	313	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	1,833	620	2,260	2,716	3,303
Tổng nợ ngắn hạn	3,493	2,053	3,201	3,633	4,312
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	70.0	66.6	73.3	80.6	88.7
Nợ dài hạn khác	0.27	0.28	0.29	0.30	0.31
Tổng nợ dài hạn	70.3	66.9	73.6	80.9	89.0
Tổng nợ phải trả	3,563	2,120	3,275	3,714	4,401
Vốn chủ sở hữu	11,707	13,358	15,655	18,020	20,625
Lợi ích cổ đông thiểu số	330	343	502	677	870
Tổng vốn chủ sở hữu	12,037	13,701	16,157	18,697	21,495
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,601	15,821	19,432	22,411	25,896
BVPS (đ)	30,826	35,173	41,222	47,449	54,308
Nợ thuần*/(tiền mặt)	267	749	208	245	(364)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,856	2,832	3,283	3,712	3,893
Khấu hao	(358)	(368)	(379)	(519)	(533)
Lãi vay thuần	641	580	701	819	995
Thuế TNDN đã nộp	(265)	(243)	(397)	(452)	(536)
Thay đổi vốn lưu động	(201)	112	793	(357)	(42.1)
Khác	14.1	28.9	(13.9)	(16.1)	(17.4)
LCT thuần từ HKKD	2,794	3,119	4,067	3,430	3,855
Đầu tư TS dài hạn	(251)	(522)	(1,040)	(1,100)	(55.6)
Góp vốn & đầu tư	(9,182)	(9,166)	(1,346)	(1,228)	(2,051)
Thanh lý	7,094	8,535	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(2,338)	(1,152)	(2,386)	(2,328)	(2,107)
Cổ tức trả cho CSH	(1,774)	(2,445)	(1,139)	(1,139)	(1,139)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	853	(468)	75.9	(23.4)	91.1
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(920)	(2,912)	(1,063)	(1,163)	(1,048)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,535	1,061	116	733	672
LCT thuần trong kỳ	(465)	(945)	617	(60.8)	700
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.00	0.25	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,061	116	733	672	1,372
Dòng tiền tự do	2,543	2,597	3,027	2,330	3,799

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	35.3	35.0	33.9	33.1	32.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	33.0	32.4	30.9	30.9	29.8
Tỷ suất LNT (%)	31.9	30.3	28.8	28.4	27.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	6.96	8.61	10.00	10.00	11.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(32.5)	1.20	20.2	15.6	8.44
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(48.9)	(0.43)	14.4	15.5	4.61
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(48.8)	2.46	14.3	14.2	6.49
Tăng trưởng EPS (%)	(44.1)	(3.98)	14.3	13.9	6.50
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(48.8)	2.46	14.3	14.2	6.49
Tăng trưởng DPS (%)	(25.0)	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	36.6	38.1	33.4	29.3	27.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.1	23.8	23.5	23.1	21.4
ROACE (%)	24.9	21.9	21.9	21.2	19.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.67	0.63	0.67	0.66	0.62
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.98	1.10	1.24	0.92	0.99
Số ngày tồn kho	49.4	56.0	47.4	47.4	47.5
Số ngày phải thu	65.3	55.7	58.0	60.0	59.2
Số ngày phải trả	11.0	17.8	0	0	0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	2.81	6.15	1.33	1.36	(1.76)
Nợ/tài sản (%)	8.91	5.92	4.84	4.09	3.89
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.43	0.29	0.26	0.22	0.23
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.57	6.19	4.90	4.98	5.11
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.65	3.66	3.00	2.59	2.35
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.1	11.3	9.70	8.41	7.90
P/E (lần)	11.4	11.8	10.3	9.08	8.53
P/E ĐC (lần)	12.7	12.4	10.8	9.49	8.92
P/B (lần)	3.02	2.64	2.26	1.96	1.71
Lợi suất cổ tức (%)	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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

