

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

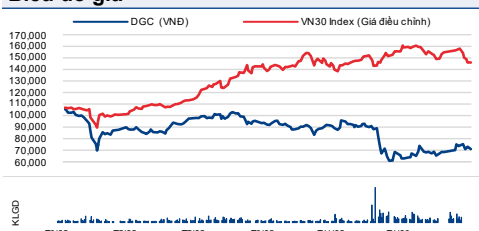
Giá mục tiêu: VNĐ82,600 (từ VNĐ115,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (9/3/2026)	71,000
Mã Bloomberg	DGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	60,900-105,870
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	71,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	26,964
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,028
Slg CP lưu hành (tr.đv)	380
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	186
Slg CP NN được mua (tr.đv)	155
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	8.08%
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	5.65	(21.9)	(33.4)
So với chỉ số	8.07	(19.1)	(51.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,925	7,982	(25.8)
2027F	7,497	9,340	(19.7)
2028F	9,017	12,771	(29.4)

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

Giảm giá mục tiêu do thay đổi trong môi trường kinh doanh; Tăng tỷ trọng

- HSC giảm 28% giá mục tiêu đối với DGC xuống 82.600đ, chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận khi lợi thế chi phí trong ngắn hạn thu hẹp, xuất phát từ việc thay đổi nguồn cung nguyên liệu đầu vào và các điều chỉnh trong môi trường pháp lý.
- Chúng tôi giảm bình quân 31% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ giảm 21% trong năm 2026, sau đó phục hồi 27% trong năm 2027 và tăng trưởng 20% trong năm 2028 (dự báo lần đầu), tương ứng tốc độ CAGR 3 năm đạt 6,4%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index 8%, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 12,7 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 16% tại giá mục tiêu mới.

Sự kiện: Cập nhật môi trường kinh doanh

Từ cuối năm 2025, Chính phủ Việt Nam đã siết chặt các quy định về môi trường và khai thác khoáng sản, đặc biệt liên quan đến quặng apatit tại Lào Cai. Điều này đã dẫn đến việc tạm dừng hoạt động tại các khai trường số 19B và số 25 của DGC. Do đó, thay vì tự chủ khoảng 80% nhu cầu nguyên liệu như trước đây, DGC đã chuyển sang mua từ bên ngoài và nhập khẩu gần như toàn bộ quặng apatit. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng DGC có thể từng bước quay trở lại tự khai thác từ nửa cuối năm 2026 (tại khai trường số 19B) nhưng việc phụ thuộc vào nguồn cung bên ngoài trong nửa đầu năm 2026 và xuyên suốt năm 2026, trong bối cảnh không còn lợi thế chi phí như trước, dự kiến sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận. Yếu tố này nhiều khả năng sẽ bù trừ phần lớn lợi ích từ tình trạng thiếu hụt nguồn cung phốt pho vàng (P4) tại Việt Nam và xu hướng tăng giá gần đây.

Tác động: Giảm bình quân 31% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027

Để phản ánh chi phí đầu vào gia tăng và việc nhà máy tạm dừng hoạt động một tháng để bảo trì trong Q1/2026, HSC điều chỉnh giảm bình quân 31% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ giảm 21% trong năm 2026 (xuống 2.394 tỷ đồng) sau đó phục hồi 27% trong năm 2027 (đạt 3.029 tỷ đồng) và tăng trưởng 20% trong năm 2028 (dự báo lần đầu) đạt 3.643 tỷ đồng.

Theo đó, dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2026-2028 – thấp hơn 20-29% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6,4%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua nhưng giảm 22% trong 3 tháng qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 12,7 lần. HSC giảm 28% giá mục tiêu xuống 82.600đ (tiềm năng tăng giá 16%). Trên cơ sở định giá, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Một số yếu tố tích cực đang hỗ trợ triển vọng toàn cầu và giá bán bình quân, bao gồm nhu cầu toàn cầu cải thiện, căng thẳng địa chính trị gia tăng tại Trung Đông và tình trạng thắt chặt nguồn cung tạm thời sau khi công suất tại Việt Nam giảm gần 20% sau sự cố xảy ra vào giữa tháng 2. Tuy nhiên, vị thế hiện tại của DGC có thể hạn chế khả năng tận dụng đầy đủ các yếu tố thuận lợi này trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ trong ngắn hạn cũng có thể bị ảnh hưởng bởi những hạn chế về nguồn cung nguyên liệu đầu vào.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 10/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,200	3,314	2,858 ▼	3,724 ▼	4,227
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,987	3,025	2,594 ▼	3,229 ▼	3,643
EPS ĐC (đồng)	7,501	7,487	5,925 ▼	7,497 ▼	9,017
DPS (đồng)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	35,173	39,652	42,577 ▼	47,074 ▼	53,091
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.66	8.29	9.55	6.94	5.83
P/E ĐC (lần)	9.46	9.48	12.0	9.47	7.87
Lợi suất cổ tức (%)	4.23	4.23	4.23	4.23	4.23
P/B (lần)	2.02	1.79	1.67	1.51	1.34
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2.46	(0.19)	(20.9)	26.5	20.3
ROAE (%)	23.8	21.3	16.6	19.0	19.2

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

Các yếu tố cơ bản dài hạn vẫn vững chắc; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Trong khi thị trường chung được hưởng lợi từ xu hướng tăng của giá bán bình quân và sự phục hồi của nhu cầu toàn cầu, cùng với tình trạng thắt chặt nguồn cung trong nước kể từ giữa tháng 2 do thiếu hụt công suất, triển vọng ngắn hạn của DGC lại đối mặt với bức tranh phức tạp hơn. Cụ thể, tình trạng thiếu hụt nguyên liệu đầu vào dự kiến sẽ kìm hãm sản lượng tiêu thụ trong ngắn hạn, theo đó làm giảm bớt một phần lợi ích từ xu hướng tích cực của thị trường toàn cầu. HSC vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng dài hạn của cổ phiếu và giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng, vì chúng tôi kỳ vọng bối cảnh HĐKD sẽ dần bình thường hóa trở lại từ nửa cuối năm 2026 trở đi, với giá mục tiêu mới là 82.600đ (tiềm năng tăng giá 16%).

Cập nhật tình hình HĐKD và bối cảnh hoạt động

DGC đã tạm dừng sản xuất axit và phân bón trong một tháng kể từ giữa tháng 2.

HSC lưu ý rằng DGC hiện đang thực hiện chu kỳ bảo trì định kỳ ba năm một lần, trong đó năm nay tập trung vào các nhà máy TPA (axit) và phân bón. Thời gian bảo trì theo kế hoạch thường kéo dài khoảng một tháng; cộng thêm kỳ nghỉ Tết 9 ngày trong tháng 2, chúng tôi dự báo tổng thời gian tạm dừng hoạt động có thể lên tới gần 40 ngày trong Q1/2026.

Theo đó, chúng tôi dự kiến KQKD Q1/2026 sẽ chịu ảnh hưởng từ việc sản lượng axit và phân bón tạm thời giảm, đồng thời chịu tác động từ chi phí đầu vào gia tăng (sẽ đề cập trong phần tiếp theo).

Thiếu hụt nguyên liệu đầu vào...

Lưu ý, vào cuối tháng 12/2025, Văn phòng Chính phủ đã công bố việc rà soát toàn diện đối với lĩnh vực khai khoáng và môi trường. Việc rà soát này bao gồm kiểm tra chặt chẽ hơn dữ liệu giám sát chất lượng không khí và hoạt động khai thác các khoáng sản như đất hiếm, bô xít và các khoáng sản liên quan nhằm đảm bảo tuân thủ đầy đủ các quy định pháp lý mới nhất.

Trong bối cảnh cơ quan quản lý siết chặt giám sát đối với môi trường và hoạt động khai khoáng, hoạt động tại các khai trường số 19B và số 25 của DGC tại Lào Cai đã tạm thời bị dừng do giấy phép hết hạn/đang trong quá trình xem xét gia hạn. Theo đó, kể từ cuối năm 2025 và trong 2 tháng đầu năm 2026, Công ty đã chuyển từ mô hình tự chủ khoảng 80% nhu cầu nguyên liệu sang mua từ bên ngoài và nhập khẩu gần như toàn bộ quặng apatit.

Mặc dù chúng tôi kỳ vọng DGC có thể từng bước quay trở lại tự khai thác từ nửa cuối năm 2026 nhưng quá trình phục hồi này dự kiến sẽ diễn ra theo từng giai đoạn. Khai trường số 19B nhiều khả năng sẽ nối lại hoạt động thăm dò trong tháng 7/2026, trong khi khai trường số 25 có thể cần thêm thời gian để quay trở lại công suất bình thường, nhiều khả năng từ năm 2027 trở đi. Trong giai đoạn này, việc chuyển sang mua nguyên liệu từ bên ngoài trong suốt năm 2026, khi không còn lợi thế chi phí như trước, nhiều khả năng sẽ gây áp lực tạm thời lên tỷ suất lợi nhuận. Chúng tôi cho rằng chi phí đầu vào tăng cao này sẽ bù trừ phần lớn lợi ích từ tình trạng thiếu hụt nguồn cung P4 trong nước hiện nay và xu hướng tăng gần đây của giá bán trên thị trường thế giới.

... qua đó bù trừ toàn bộ tác động tích cực từ tình trạng thiếu hụt công suất tại Việt Nam

Sự cố tại nhà máy photpho vàng (P4) tại KCN Tăng Loong, tỉnh Lào Cai: Vào ngày 23/2, một vụ nổ đã xảy ra tại lò P4 thuộc Nhà máy Photpho số 5 do Công ty TNHH Photpho Vàng Việt Nam vận hành. Nhà máy bị ảnh hưởng vận hành hai lò với tổng công suất 20.000 tấn mỗi năm, tương đương gần 20% tổng sản lượng P4 của Việt Nam. Nếu mức độ hư hại buộc nhà máy phải tạm dừng hoạt động trong thời gian dài để sửa chữa, chúng tôi dự báo sẽ mất ít nhất một quý để khôi phục lại sản xuất. Chúng tôi cho rằng việc nguồn cung P4 tại Việt Nam/khu vực giảm trong ngắn hạn có thể tạo điều kiện thuận lợi để DGC điều chỉnh tăng giá bán.

Trên thực tế, theo HSC tìm hiểu qua một số kênh thông tin, giá bán bình quân của P4 trong 2 tháng đầu năm 2026 đạt 4.376 USD/tấn, tăng 6%. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng Việt Nam đã tăng thuế xuất khẩu P4 lên 10% từ ngày 1/1/2026 và 15% từ ngày 1/1/2027, so với mức 5% trước đó. Sau khi điều chỉnh theo mức thuế này, giá bán bình quân vẫn tăng nhẹ 1,2%, đạt 3.978 USD/tấn.

Chúng tôi dự kiến giá P4 sẽ tiếp tục xu hướng tăng (có thể tăng thêm 2-3% đạt 4.500 USD/tấn, bao gồm thuế xuất khẩu 10%), do nguồn cung trong nước thắt chặt và những bất ổn địa chính trị gia tăng. Tuy nhiên, cần cân nhắc triển vọng giá bán tích cực này trong bối cảnh những thách thức trong vận hành đang gia tăng. Do DGC hiện phụ thuộc vào quặng nhập khẩu từ Ai Cập để phục vụ nguồn doanh thu xuất khẩu chiếm khoảng 70%, chi phí vận chuyển tăng cao có thể làm giảm bớt lợi ích ngắn hạn từ việc giá bán tăng. HSC cho rằng đây là giai đoạn chuyển tiếp, qua đó cho thấy tầm quan trọng của kế hoạch quay trở lại tự chủ nguồn nguyên liệu trong nước từ nửa cuối năm 2026 của Công ty.

Dự báo lợi nhuận mới

Tóm tắt KQKD năm 2025

DGC đã công bố KQKD năm 2025 thấp hơn dự báo. Lợi nhuận thuần đạt 3.025 tỷ đồng (tăng trưởng 1,3%), trên doanh thu thuần 11.262 tỷ đồng (tăng trưởng 14,2%). Mặc dù doanh thu sát với dự báo của HSC nhưng lợi nhuận thuần thấp hơn 6,3% so với dự báo. Chênh lệch này chủ yếu do chi phí đầu vào tăng cao, phần lớn do Công ty phải phụ thuộc nhiều hơn vào quặng apatit nhập khẩu trong bối cảnh nguồn cung trong nước tạm thời bị hạn chế.

Bảng 1: KQKD năm 2025, DGC

Mặc dù doanh thu sát dự báo, nhưng lợi nhuận thuần thấp hơn dự báo của HSC 6%, do tỷ suất lợi nhuận thấp hơn do tình trạng thiếu hụt nguồn nguyên liệu đầu vào trong nước

Tỷ đồng	2024	2025	Tăng trưởng	2025F	So với dự báo cũ
Doanh thu thuần	9,865	11,262	14.2%	11,357	-0.8%
Lợi nhuận thuần	2,987	3,025	1.3%	3,229	-6.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35.0%	31.5%		33.3%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	30.3%	26.9%		28.4%	

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận, DGC

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2026–2027 trung bình 31%, phản ánh sản lượng bán tiêu thụ giảm và chi phí đầu tăng

Tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	13,364	14,597	11,678	14,581	16,571	-12.6%	-0.1%	3.7%	24.9%	13.6%
LNST	4,052	4,330	2,569	3,222	3,856	-36.6%	-25.6%	-19.4%	25.4%	19.7%
Lợi nhuận thuần	3,844	4,107	2,394	3,029	3,643	-37.7%	-26.2%	-20.9%	26.5%	20.3%

Nguồn: HSC

Dự báo mới cho các năm 2026-2027

Để phản ánh tác động kết hợp từ chi phí đầu vào tăng cao và việc tạm dừng sản xuất 40 ngày trong Q1/2026, HSC đã điều chỉnh giảm bình quân 31% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027. Việc điều chỉnh này phản ánh giai đoạn chuyển đổi hiện tại trong nguồn cung nguyên liệu, đồng thời tính đến kế hoạch bảo trì định kỳ 3 năm một lần của Công ty. Dưới đây chúng tôi trình bày các cập nhật chi tiết trong mô hình dự báo.

Dự báo năm 2026

Theo dự báo điều chỉnh của HSC, doanh thu năm 2026 đạt 11.635 tỷ đồng (tăng trưởng 4%), thấp hơn 13% so với dự báo trước đây. Điều này phản ánh các giả định thận trọng hơn đối với sản lượng tiêu thụ P4, TPA và phân bón.

Về mặt lợi nhuận, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận thuần 38% xuống 2.394 tỷ đồng (giảm 21%). Việc điều chỉnh mạnh này phản ánh sự thay đổi tạm thời trong cơ cấu chi phí của DGC khi Công ty chuyển sang sử dụng nguồn nguyên liệu từ bên ngoài.

HSC dự kiến áp lực lên tỷ suất lợi nhuận sẽ kéo dài đến tháng 7/2026, khi khai trường 19B hoạt động trở lại, qua đó giúp DGC khôi phục khoảng 50% khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu, so với việc hiện đang phải phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn cung bên ngoài (trong đó 30-40% là nhập khẩu và 60-70% từ các nhà cung cấp trong nước).

Dự báo năm 2027

HSC giảm 26% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 nhưng vẫn kỳ vọng lợi nhuận phục hồi 27% đạt 3.029 tỷ đồng, gần tương đương mức năm 2025, nhờ khai trường 19B hoạt động trở lại trong cả năm, đóng góp tăng dần từ khai trường 25 và nguồn đóng góp mới từ nhà máy Nghi Sơn (dự kiến đi vào hoạt động từ cuối Q3/2026).

Dự báo năm 2028

Do HSC cho rằng hoạt động kinh doanh của DGC sẽ trở lại trạng thái bình thường từ năm 2028, cùng với đóng góp cả năm từ nhà máy Nghi Sơn, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 20% đạt 3.643 tỷ đồng.

Theo đó, dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2026-2028 – thấp hơn 20-29% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 6,4%.

Bảng 3: Dự báo doanh thu theo dòng sản phẩm, DGC

Chúng tôi dự báo nhà máy Nghi Sơn sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu lần đầu vào Q4/2026 và sẽ tăng dần trong giai đoạn 2027–2028

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F	2028F
P4	4,252	5,412	4,434	5,559	6,012
TPA	1,508	1,242	1,215	1,337	1,471
WPA	265	0	0	502	634
Phân bón	2,296	2,887	3,146	3,312	3,488
Phụ gia TACN	945	847	907	981	1,060
Pin	181	162	183	208	236
Ethanol	0	324	667	777	892
CO2 lỏng	0	45	92	108	125
Nhà máy Nghi Sơn	0	0	573	1,313	2,146
Sản phẩm khác	418	439	461	484	508
Doanh thu thuần	9,865	11,357	11,678	14,581	16,571

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 4: Tỷ trọng doanh thu theo dòng sản phẩm, DGC

P4 dự kiến vẫn là nguồn đóng góp lớn nhất trong năm 2026 ở mức 38%, nhưng giảm mạnh so với 48% trong năm 2025

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
P4	43.1%	47.7%	38.0%	38.1%	36.3%
TPA	15.3%	10.9%	10.4%	9.2%	8.9%
WPA	2.7%	0.0%	0.0%	3.4%	3.8%
Phân bón	23.3%	25.4%	26.9%	22.7%	21.0%
Phụ gia TACN	9.6%	7.5%	7.8%	6.7%	6.4%
Pin	1.8%	1.4%	1.6%	1.4%	1.4%
Ethanol	0.0%	2.9%	5.7%	5.3%	5.4%
CO2 lỏng	0.0%	0.4%	0.8%	0.7%	0.8%
Nhà máy Nghi Sơn	0.0%	0.0%	4.9%	9.0%	12.9%
Sản phẩm khác	4.2%	3.9%	3.9%	3.3%	3.1%
Doanh thu thuần	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 5: Giả định tỷ suất lợi nhuận, DGC

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ bị thu hẹp trong năm 2026 do chi phí vào tăng, sau đó sẽ phục hồi trong giai đoạn 2027–2028

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35.0%	31.5%	26.1%	27.6%	27.6%
Tỷ suất LNTT	34.5%	32.0%	26.9%	27.3%	27.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	30.3%	26.9%	20.5%	20.8%	22.0%

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 6: Chi phí BH&QL, DGC

HSC ước tính tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu sẽ tăng nhẹ do chi phí vận chuyển tăng lên

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Chi phí bán hàng	447	382	420	510	580
% trên doanh thu	4.5%	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%
Chi phí quản lý	171	172	187	219	249
% trên doanh thu	1.7%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
Chi phí BH&QL	618	554	607	729	829
Chi phí BH&QL / doanh thu	6.3%	4.9%	5.2%	5.0%	5.0%

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 7: Lợi nhuận tài chính, DGC

Dự báo tỷ trọng của lợi nhuận tài chính trên tổng lợi nhuận trước thuế sẽ tăng lên 23% trong năm 2026 trước khi giảm về mức bình thường 17%

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Thu nhập tài chính	649	729	846	841	951
Chi phí tài chính	69	108	121	135	142
Thu nhập tài chính thuần	580	621	725	706	809
LNTT	3,400	3,606	3,146	3,979	4,536
Đóng góp vào LNTT	17.1%	17.2%	23.0%	17.7%	17.8%

Nguồn: DGC, HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 28% giá mục tiêu xuống 82.600đ nhằm phản ánh những thay đổi gần đây trong HKKD của DGC. Với tiềm năng tăng giá 16% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Công ty đã chuyển từ mô hình có lợi thế chi phí nhờ tự chủ khoảng 80% nguyên liệu sang giai đoạn tạm thời phụ thuộc hoàn toàn vào quặng apatit từ bên ngoài, trong đó 65-70% đến từ các nhà cung cấp trong nước và 30-35% từ nhập khẩu Ai Cập. Chúng tôi dự báo lợi thế chi phí đầu vào thấp trước đây sẽ chưa quay trở lại trong nửa đầu năm 2026. Mặc dù đối mặt với các thách thức ngắn hạn, bao gồm thiếu nguồn nguyên liệu chi phí thấp từ các mỏ của Công ty và việc nhà máy tạm dừng hoạt động 40 ngày để bảo trì trong Q1/2026, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi từ năm 2027.

Việc điều chỉnh giá mục tiêu này chủ yếu do chúng tôi giảm bình quân 31% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027. Ngoài ra, chúng tôi nâng giả định WACC lên 15,1% (từ 14,4%), để phản ánh chi phí vốn CSH tăng lên mức 16,3% (từ 15,4%) và beta điều chỉnh ở mức 1,4 (từ 1,3, phản ánh rủi ro HKKD cao hơn liên quan đến hoạt động khai thác mỏ). Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro (4,0%), phần bù rủi ro vốn CSH (8,75%) và tốc độ tăng trưởng dài hạn (1%).

Bảng 8: Tính toán FCFF, DGC

Dự báo dòng tiền tự do sẽ giảm mạnh trong năm 2026 trước khi phục hồi trở lại trong giai đoạn 2027-2028

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	3,025	2,394	3,029	3,643
+ Lãi vay * (1-thuế suất)	36	61	71	76
+ Khấu hao	315	422	434	480
- Thay đổi vốn lưu động	(408)	254	(187)	(995)
- Đầu tư cơ bản (đầu tư tài sản cố định)	(775)	(1,353)	(52)	(772)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	2,193	1,778	3,294	2,432
- Lãi vay * (1-thuế suất)	(36)	(61)	(71)	(76)
+ Nợ thuần	681	354	318	61
Dòng tiền tự do của vốn CSH (FCFE)	2,838	2,071	3,542	2,416

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tính toán chi phí vốn CSH/chi phí nợ, DGC

Chi phí vốn CSH tăng lên mức 16,3% so với mức 15,4% trong dự báo cũ do beta tăng

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.4
Chi phí vốn CSH	16.3%
Chi phí nợ	4.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	13.5%
Chi phí nợ sau thuế	3.5%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán WACC, DGC

WACC tăng lên 15,1% so với 14,4% trong dự báo cũ

	Giá trị
Vốn CSH/Tổng nguồn vốn	91%
Nợ/ Tổng nguồn vốn	9%
WACC	15.1%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán DCF, DGC

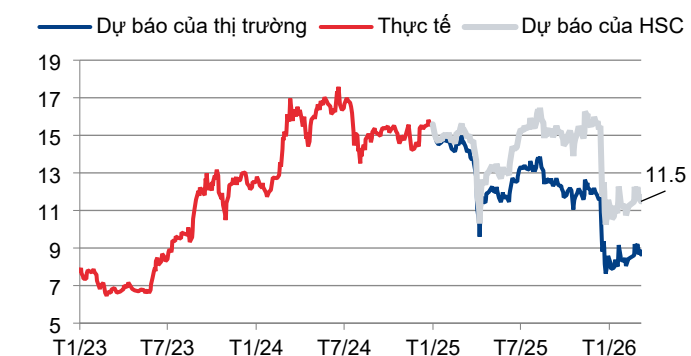
Giá mục tiêu mới là 82.600 (tiềm năng tăng giá 16%)

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	1,778	3,294	2,432
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)			1.0%
Giá trị dài hạn			17,436
Dòng tiền tương lai	1,778	3,294	19,868
Giá trị hiện tại	1,778	2,862	15,001
Giá trị của doanh nghiệp	19,641		
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2028	6,476		
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	13,155		
- Tổng nợ	(1,900)		
+ Tiền mặt, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn	13,633		
Giá trị vốn CSH	31,374		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	379.8		
Giá trị hợp lý/CP đến cuối năm 2026 (đồng)	82,611		
Thị giá (đồng)	71,000		
Tiềm năng tăng giá	16.4%		

Nguồn: HSC

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, DGC

DGC hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với bình quân, DGC

... thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 12,7 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua nhưng giảm 22% trong 3 tháng qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 12,7 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	9,865	11,262	11,678	14,581	16,571
Lợi nhuận gộp	3,449	3,553	3,043	4,019	4,576
Chi phí BH&QL	(618)	(554)	(607)	(729)	(829)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,832	2,998	2,435	3,290	3,747
Lãi vay thuần	580	621	725	706	809
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	(11.6)	(13.4)	(13.9)	(17.4)	(19.7)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	3,400	3,606	3,146	3,979	4,536
Chi phí thuế TNDN	(293)	(417)	(378)	(557)	(680)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(121)	(164)	(175)	(193)	(213)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,987	3,025	2,594	3,229	3,643
Lợi nhuận thuần ĐC	2,849	2,857	2,464	3,065	3,444
EBITDA ĐC	3,200	3,314	2,858	3,724	4,227
EPS (đồng)	7,864	7,965	6,830	8,502	9,593
EPS ĐC (đồng)	7,501	7,487	5,925	7,497	9,017
DPS (đồng)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	380	380	380	380	380
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	380	380	380	380	380
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	380	380	380	380	380

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	116	1,041	1,568	3,334	4,582
Đầu tư ngắn hạn	10,570	12,065	12,065	13,065	15,065
Phải thu khách hàng	980	1,220	1,168	1,312	1,160
Hàng tồn kho	985	1,681	1,641	2,007	1,799
Các tài sản ngắn hạn khác	50.1	116	121	151	171
Tổng tài sản ngắn hạn	12,701	16,124	16,562	19,868	22,777
TSCĐ hữu hình	2,314	2,716	3,616	3,234	3,527
TSCĐ vô hình	343	326	317	308	299
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	431	368	336	343	351
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	32.5	17.5	18.4	19.3	20.3
Tổng tài sản dài hạn	3,121	3,427	4,287	3,905	4,197
Tổng cộng tài sản	15,821	19,550	20,849	23,773	26,975
Nợ ngắn hạn	865	1,546	1,900	2,218	2,279
Phải trả người bán	313	204	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	620	1,944	2,188	2,885	3,521
Tổng nợ ngắn hạn	2,053	4,081	4,087	5,103	5,800
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	66.6	63.3	69.6	76.6	84.2
Nợ dài hạn khác	0.28	0.33	0.34	0.35	0.36
Tổng nợ dài hạn	66.9	63.6	70.0	76.9	84.6
Tổng nợ phải trả	2,120	4,144	4,157	5,180	5,884
Vốn chủ sở hữu	13,358	15,059	16,170	17,878	20,163
Lợi ích cổ đông thiểu số	343	347	522	715	928
Tổng vốn chủ sở hữu	13,701	15,406	16,692	18,593	21,091
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,821	19,550	20,849	23,773	26,975
BVPS (đ)	35,173	39,652	42,577	47,074	53,091
Nợ thuần*/(tiền mặt)	749	506	332	(1,116)	(2,303)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	2,832	2,998	2,435	3,290	3,747
Khấu hao	(368)	(315)	(422)	(434)	(480)
Lãi vay thuần	580	621	725	706	809
Thuế TNDN đã nộp	(243)	(206)	(378)	(557)	(680)
Thay đổi vốn lưu động	112	(1,114)	(593)	(311)	654
Khác	28.9	1.60	(13.9)	(17.4)	(19.7)
LCT thuần từ HĐKD	3,119	2,036	1,942	2,921	4,270
Đầu tư TS dài hạn	(522)	(775)	(1,353)	(52.3)	(772)
Góp vốn & đầu tư	(9,166)	(11,194)	724	(281)	(1,171)
Thanh lý	8,535	10,212	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,152)	(1,757)	(629)	(334)	(1,944)
Cổ tức trả cho CSH	(2,445)	(32.9)	(1,139)	(1,139)	(1,139)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(468)	681	354	318	61.1
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(2,912)	648	(786)	(821)	(1,078)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,061	116	1,041	1,568	3,334
LCT thuần trong kỳ	(945)	927	527	1,766	1,248
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.25	(2.44)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	116	1,041	1,568	3,334	4,582
Dòng tiền tự do	2,597	1,261	589	2,869	3,498

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	35.0	31.5	26.1	27.6	27.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	32.4	29.4	24.5	25.5	25.5
Tỷ suất LNT (%)	30.3	26.9	22.2	22.1	22.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	8.61	11.6	12.0	14.0	15.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.20	14.2	3.70	24.9	13.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(0.43)	3.54	(13.8)	30.3	13.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	2.46	0.28	(13.8)	24.4	12.4
Tăng trưởng EPS (%)	(3.98)	1.28	(14.3)	24.5	12.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2.46	(0.19)	(20.9)	26.5	20.3
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	38.1	37.7	43.9	35.3	31.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	23.8	21.3	16.6	19.0	19.2
ROACE (%)	21.9	20.5	15.1	18.6	18.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.63	0.64	0.58	0.65	0.65
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.10	0.68	0.80	0.89	1.14
Số ngày tồn kho	56.0	79.6	69.4	69.3	54.7
Số ngày phải thu	55.7	57.8	49.4	45.4	35.3
Số ngày phải trả	17.8	9.65	0	0	0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	6.15	3.57	2.05	(6.24)	(11.4)
Nợ/tài sản (%)	5.92	8.07	9.11	9.33	8.45
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.29	0.48	0.66	0.60	0.54
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.19	3.95	4.05	3.89	3.93
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.81	2.44	2.34	1.77	1.49
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.66	8.29	9.55	6.94	5.83
P/E (lần)	9.03	8.91	10.4	8.35	7.40
P/E ĐC (lần)	9.46	9.48	12.0	9.47	7.87
P/B (lần)	2.02	1.79	1.67	1.51	1.34
Lợi suất cổ tức (%)	4.23	4.23	4.23	4.23	4.23

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