

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

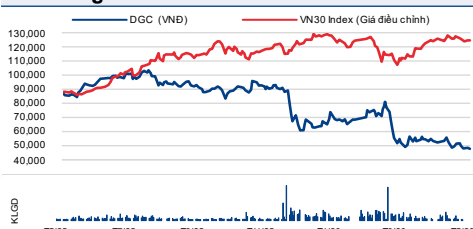
Giá mục tiêu: VNĐ49,600 (từ VNĐ82,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 3.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2026)	47,750
Mã Bloomberg	DGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	47,750-103,379
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	48,050
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	18,134
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	688
Slg CP lưu hành (tr.đv)	380
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	186
Slg CP NN được mua (tr.đv)	167
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.08%
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	(10.4)	(35.3)	(45.7)
So với chỉ số	(10.9)	(34.0)	(61.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,705	7,982	(41.1)
2027F	4,985	9,340	(46.6)
2028F	5,391	12,771	(57.8)

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.

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành Công Nghiệp trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Triển vọng kém khả quan, rủi ro tăng; hạ k/n xuống Năm giữ

- HSC giảm 40% giá mục tiêu xuống 49.600đ do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, mà nguyên nhân cốt lõi đến từ việc thay đổi nguồn nguyên liệu đầu vào. Với tiềm năng tăng giá chỉ 4% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DGC xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).
- Giai đoạn 2026-2028, chúng tôi giảm bình quân 33% dự báo lợi nhuận để phản ánh việc tăng chi phí đầu vào. Chúng tôi giả định DGC sẽ phải phụ thuộc 100% vào nguồn quặng apatit từ bên ngoài. Đồng thời, cấu trúc chi phí mới cũng phản ánh kịch bản các khai trường của công ty sẽ bị dừng hoạt động vĩnh viễn, thay vì kỳ vọng khôi phục một phần như dự báo trước đây. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm 37% trong năm 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 35% trong 3 tháng qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, sát với bình quân 5 năm – mức định giá hợp lý trong bối cảnh triển vọng hiện tại, theo quan điểm của chúng tôi.

Sự kiện: KQKD Q1/2026 và triển vọng kém tích cực

KQKD Q1/2026 kém khả quan, với doanh thu thuần đạt 2.125 tỷ đồng (giảm 24% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 409 tỷ đồng (giảm 49% so với cùng kỳ), hoàn thành chỉ 18% và 17% dự báo doanh thu và lợi nhuận trước đây của HSC cho cả năm 2026. Đà sụt giảm doanh thu đã được dự báo từ trước (do nhà máy tạm dừng sản xuất axit và phân bón trong 1 tháng để bảo dưỡng định kỳ). Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận giảm mạnh do DGC phải phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn quặng apatit từ bên ngoài (nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất các sản phẩm photpho), thay vì tự chủ được 80% như trước đây, do các khai trường khai thác của công ty bị đình chỉ hoạt động.

HSC lưu ý rằng Cục Cảnh sát điều tra tội phạm về tham nhũng, kinh tế, buôn lậu (C03) đang tiến hành điều tra các vi phạm/sai phạm tại DGC. Hiện tại, hai mỏ khai thác của DGC đã bị tạm dừng hoạt động để phục vụ công tác điều tra, và triển vọng để các mỏ này được cấp phép khai thác trở lại vẫn còn rất mờ nhạt. Áp dụng góc nhìn thận trọng hơn, chúng tôi giả định hai khai trường trên bị dừng hoạt động vĩnh viễn, thay vì kỳ vọng sẽ từng bước khôi phục từ nửa cuối năm 2026 (mỏ 19B) và năm 2027 (mỏ 25). Thay đổi này đồng nghĩa với việc DGC buộc phải chuyển dịch sang mô hình thu mua 100% nguyên liệu apatit từ ngoài.

Tác động: Giảm bình quân 33% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Sau khi điều chỉnh các giả định về nguyên liệu đầu vào, HSC giảm bình quân 33% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2026 dự kiến giảm 37% so với cùng kỳ xuống còn 1.901 tỷ đồng, trước khi hồi phục nhẹ 6% và 8% trong năm 2027 và 2028, đạt 2.014 tỷ đồng và 2.178 tỷ đồng. Cho năm 2026 và 2027, việc áp thuế xuất khẩu cao hơn đối với sản phẩm photpho vàng (P4) cũng sẽ gây áp lực lớn lên tỷ suất lợi nhuận của mảng này.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 35% trong 3 tháng qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, sát với bình quân 5 năm. Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá (lùi cơ sở định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027, đồng thời giả định mức phạt 1 nghìn tỷ đồng cho các sai phạm bị cáo buộc), HSC giảm 40% giá mục tiêu xuống còn 49.600đ. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 4%, cho thấy P/E dự phóng năm 2026-2027 của DGC lần lượt là 10,5 lần và 9,9 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,200	3,314	2,088 ▼	2,200 ▼	2,469 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,987	3,025	1,901 ▼	2,014 ▼	2,178 ▼
EPS ĐC (đồng)	7,423	7,487	4,705 ▼	4,985 ▼	5,391 ▼
DPS (đồng)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	35,173	39,652	41,357	43,342 ▼	45,733 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.90	5.63	9.24	9.07	8.08
P/E ĐC (lần)	6.43	6.38	10.1	9.58	8.86
Lợi suất cổ tức (%)	6.28	6.28	6.28	6.28	6.28
P/B (lần)	1.36	1.20	1.15	1.10	1.04
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.38	0.87	(37.2)	5.96	8.14
ROAE (%)	23.8	21.3	12.4	12.5	12.9

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

Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do triển vọng kém khả quan, rủi ro gia tăng

HSC hạ khuyến nghị đối với DGC xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 40% giá mục tiêu xuống 49.600đ (tiềm năng tăng giá 4%). Dự báo lợi nhuận của chúng tôi, sau khi giảm bình quân 33% cho giai đoạn 2026–2028 do mất đi lợi thế chi phí nguyên liệu đầu vào và tiến độ triển khai dự án Nghi Sơn chậm lại, cho thấy lợi nhuận thuần giảm mạnh 37% trong năm 2026, trước khi hồi phục nhẹ ở mức 6% và 8% trong năm 2027 và 2028. Trong khi đó, những hệ lụy từ các sai phạm của DGC hiện vẫn chưa được xác định rõ ràng. Tại thời điểm này, chúng tôi chỉ phản ánh các tổn thất về mặt tài chính vào mô hình định giá, trong khi hoạt động vận hành thông thường được kỳ vọng sẽ được duy trì mà không bị gián đoạn.

Cập nhật về tiến trình điều tra

Theo kết quả điều tra ban đầu, vào các ngày 25/12/2025 và 14/3/2026, Cơ quan Cảnh sát điều tra (C03) đã khởi tố vụ án hình sự liên quan đến các cáo buộc vi phạm tại DGC, bao gồm:

- gây ô nhiễm môi trường do hành vi xả thải trái phép hàng triệu tấn chất thải tại KCN Tăng Loỏng (Lào Cai);
- vi phạm quy định về nghiên cứu, thăm dò, khai thác tài nguyên: do khai thác trái phép hàng trăm nghìn tấn quặng apatit với giá trị ước tính lên đến hàng trăm tỷ đồng; và
- vi phạm quy định về kế toán gây hậu quả nghiêm trọng: bao gồm các giao dịch ngoài sổ sách và che giấu doanh thu, dẫn đến thất thoát thuế của Nhà nước hàng chục tỷ đồng.

Theo đó, 14 bị can đã bị khởi tố, trong đó có ông Đào Hữu Huyền (nguyên Chủ tịch HĐQT), con trai ông là ông Đào Hữu Duy Anh (nguyên Phó Chủ tịch HĐQT) và ông Phạm Văn Hùng (nguyên Thành viên HĐQT).

Vào ngày 8/5/2026, DGC đã tổ chức ĐHCĐ bất thường để thông qua việc: (i) miễn nhiệm 3 thành viên HĐQT nói trên, và (ii) bầu bổ sung 3 thành viên HĐQT mới cho thời gian còn lại của nhiệm kỳ 2024–2029, bao gồm ông Đào Hữu Kha (em trai ông Đào Hữu Huyền, sở hữu 5,97% cổ phần tại DGC, trước đây là Cán bộ Ban Quản lý Dự án tại Hóa chất Đức Giang Lào Cai), ông Nguyễn Quốc Trung (Trưởng ban Dự án Tập đoàn kiêm Giám đốc Công ty Cổ phần Phát triển Hóa chất Lào Cai), và ông Phạm Duy Tùng (Giám đốc Công ty Bất động sản Đức Giang).

Các tác động tiềm năng

DGC vẫn hoạt động bình thường sau khi lệnh khởi tố được ban hành, tuy nhiên các tác động tiêu cực là điều khó tránh khỏi.

(i) Việc tạm dừng hoạt động tại hai khai trường của DGC – Mỏ số 25 và Mỏ số 19B ảnh hưởng đến nguồn cung nguyên liệu đầu vào của công ty.

Đối với Mỏ số 25, DGC đã được cấp phép khai thác vào tháng 11/2020 với thời hạn 6 năm, trữ lượng khai thác được cấp phép là 3,6 triệu tấn. Trong khi đó, Mỏ số 19B chính thức bắt đầu khai thác vào tháng 12/2022, thuộc sở hữu giấy phép của CTCP Hóa chất Lào Cai. DGC đã ký hợp đồng bao tiêu độc quyền toàn bộ sản lượng khai thác từ mỏ này (5,2 triệu tấn) trong giai đoạn 2022–2026.

Trước đây, hai khai trường này đáp ứng khoảng 80% tổng nhu cầu quặng apatit của DGC. 20% còn lại được thu mua từ các mỏ lân cận tại Lào Cai hoặc nhập khẩu từ Ai Cập. Giấy phép khai thác và các thỏa thuận hiện tại của cả hai mỏ này sẽ hết hạn vào cuối năm 2026 nếu không được gia hạn.

Bảng 1: Mỏ khai thác, DGC

Hai mỏ khai thác này trước đây đáp ứng khoảng 80% nhu cầu quặng apatit của DGC

Mỏ khai thác	Cơ sở pháp lý	Thời hạn (năm)	Ngày hết hạn	Tổng trữ lượng (tấn)	Quặng loại 1	Quặng loại 3
Mỏ số 25B	Giấy phép khai thác	6	T11-26	3,666,570	491,880	3,174,690
Mỏ số 19	Hợp đồng bao tiêu với CTCP Hóa chất Lào Cai	4	T12-26	5,156,000	384,000	384,000
Tổng				8,822,570	875,880	3,558,690

Nguồn: DGC

Do hoạt động tại hai mỏ này đã bị tạm dừng từ cuối năm 2025 để phục vụ công tác điều tra, DGC buộc phải phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn quặng thu mua từ bên ngoài. Hiện tại, phần lớn lượng quặng của DGC đều phải nhập khẩu, chủ yếu từ Ai Cập, do nguồn cung trong nước hạn chế. Rủi ro vận hành theo đó sẽ gia tăng khi công ty phải nhập khẩu quặng trước từ 2–3 tháng để phục vụ sản xuất, dẫn đến việc phải đối mặt với rủi ro biến động hàng tồn kho lớn hơn đáng kể so với trước đây.

(ii) Chậm nộp BCTC kiểm toán năm 2025

Do nhiều sổ sách kế toán và tài liệu đang bị cơ quan công an niêm phong, thu giữ để phục vụ công tác điều tra, DGC đã không thể phát hành BCTC kiểm toán năm 2025. Đáng chú ý, DGC đã chấm dứt hợp đồng kiểm toán với đơn vị tiền nhiệm là PwC vào tháng 4/2026. Việc chỉ định đơn vị kiểm toán mới cần phải có sự chấp thuận của cổ đông theo hình thức lấy ý kiến tại ĐHCĐ thường niên hoặc ĐHCĐ bất thường.

Sau khi được cổ đông thông qua tại ĐHCĐ bất thường diễn ra vào ngày 8/5/2026, DGC đã ký hợp đồng kiểm toán với Công ty TNHH Kiểm toán và Tư vấn UHY vào ngày 11/5 để kiểm toán BCTC năm 2025 và dự kiến sẽ phát hành báo cáo này trong Q2/2026.

Do chậm nộp BCTC kiểm toán năm 2025 (hạn chót là ngày 31/3), Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM đã đưa cổ phiếu DGC vào diện cảnh báo từ ngày 23/4, sau đó chuyển sang diện kiểm soát từ ngày 13/5, và cuối cùng là diện hạn chế giao dịch từ ngày 26/5. DGC cũng đã bị loại khỏi giỏ chỉ số VN30 vào ngày 13/5 sau khi bị đưa vào diện kiểm soát. Theo quy định, một cổ phiếu niêm yết có thể bị đưa vào diện cảnh báo, diện kiểm soát và hạn chế giao dịch nếu tổ chức niêm yết chậm nộp BCTC kiểm toán với thời gian trễ lần lượt vượt quá 15 ngày, 30 ngày và 45 ngày kể từ ngày hết hạn nộp báo cáo.

(iii) Các nghĩa vụ tài chính tiềm ẩn

Mặc dù quá trình điều tra vẫn đang diễn ra và chưa có kết luận chính thức, DGC chắc chắn sẽ phải đối mặt với các nghĩa vụ tài chính do các cáo buộc vi phạm nêu trên. Dưới đây là phân tích của chúng tôi về các cáo buộc và giả định về nghĩa vụ tài chính đối với DGC:

Cáo buộc về hành vi gây ô nhiễm môi trường

Hành vi xả hàng triệu tấn chất thải của DGC có thể bị xếp vào khung hình phạt nghiêm trọng nhất trong khung pháp lý về tội phạm môi trường ở Việt Nam. Theo đó, DGC có thể phải đối mặt với mức phạt tiền lên đến 20 tỷ đồng, đình chỉ hoạt động từ 6 tháng đến 3 năm, hoặc trong trường hợp cực đoan nhất là bị đóng cửa vĩnh viễn.

Tuy nhiên, tiền lệ tại Việt Nam cho thấy các cơ quan quản lý thường ưu tiên các biện pháp khắc phục hậu quả, bồi thường thiệt hại và chấn chỉnh hoạt động hơn là đóng cửa doanh nghiệp vĩnh viễn.

- Năm 2016, nhà sản xuất thép của Đài Loan là Công ty TNHH Gang thép Hưng Nghiệp Formosa Hà Tĩnh bị phát hiện xả nước thải công nghiệp chưa qua xử lý chứa các chất độc hại ra biển, gây ra hiện tượng cá chết hàng loạt trên khắp các tỉnh ven biển miền Trung bao gồm Hà Tĩnh, Quảng Bình, Quảng Trị và Thừa Thiên Huế, ảnh hưởng nghiêm trọng đến ngành thủy sản, du lịch và sinh kế của người dân địa phương. Sự cố này được coi là thảm họa môi trường biển lớn nhất trong lịch sử Việt Nam. Formosa sau đó đã cam kết chi trả 500 triệu USD tiền bồi thường để hỗ trợ khắc phục môi trường và đền bù cho người dân bị ảnh hưởng. Công ty được phép tiếp tục hoạt động, mặc dù phải tuân thủ các yêu cầu nghiêm ngặt về khắc phục ô nhiễm môi trường và chịu sự giám sát nghiêm ngặt từ các cơ quan quản lý.

- Trước đó vào năm 2008, Vedan – một nhà sản xuất bột ngọt (mì chính) của Đài Loan tại Đồng Nai – cũng bị phát hiện xả thải chưa qua xử lý xuống sông Thị Vải trong suốt 14 năm, gây ô nhiễm nghiêm trọng cho dòng sông và thiệt hại nặng nề đến ngành nuôi trồng thủy sản cũng như sinh kế của người dân địa phương tại các tỉnh Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu và Thành phố Hồ Chí Minh. Hoạt động của Vedan sau đó đã bị Bộ Tài nguyên và Môi trường đình chỉ cho đến khi đáp ứng đủ các yêu cầu về môi trường. Vedan bị buộc phải nộp 127 tỷ đồng phí bảo vệ môi trường truy thu và 220 tỷ đồng tiền bồi thường cho các hộ dân bị ảnh hưởng.
- Do đó, đối với trường hợp của DGC, chúng tôi kỳ vọng các hoạt động vận hành sẽ không bị gián đoạn, mặc dù công ty có thể bị yêu cầu phải nộp các khoản phí môi trường, bồi thường cho các cư dân chịu ảnh hưởng và chi trả chi phí để khắc phục ô nhiễm.

Cáo buộc liên quan đến việc vi phạm các quy định về nghiên cứu, thăm dò và khai thác tài nguyên thiên nhiên.

Chúng tôi tham chiếu đến vụ án xảy ra tại Lilama (Tổng Công ty Lắp máy Việt Nam – mã cổ phiếu: LLM; UPCoM, chưa khuyến nghị). Theo kết luận điều tra, Lilama và các đơn vị khác đã liên quan đến việc khai thác trái phép 1,59 triệu tấn quặng apatit trong giai đoạn 2012–2015, với giá trị ước tính đạt 689 tỷ đồng (theo kết luận định giá tài sản ngày 6/7/2023 do Hội đồng định giá tài sản trong tổ tụng hình sự tỉnh Lào Cai ban hành), tương đương với giá trị bình quân 433.000 đồng/tấn. Lilama và các bên liên quan đã bị buộc phải nộp lại khoản thu lợi bất chính tổng cộng 368 tỷ đồng, trong khi các cá nhân vi phạm phải chịu các hình phạt hình sự.

Giả định tổng sản lượng quặng apatit mà DGC khai thác trái phép là 1 triệu tấn (so với mức cáo buộc là hàng trăm nghìn tấn) và mức giá bình quân là 500.000 đồng/tấn, tổng giá trị lượng quặng khai thác trái phép sẽ là 500 tỷ đồng. Chúng tôi giả định đây chính là khoản thu lợi bất chính mà DGC sẽ phải nộp lại.

Cáo buộc liên quan đến việc vi phạm quy định về kế toán gây hậu quả nghiêm trọng

Theo thông báo từ C03, vi phạm của DGC đã dẫn đến thất thoát thuế hàng chục tỷ đồng, theo đó DGC có thể phải đối mặt với mức phạt tiền lên đến 10 tỷ đồng, tạm đình chỉ hoạt động hoặc bị cấm huy động vốn (theo luật pháp Việt Nam). Tuy nhiên, hai hình phạt sau (tạm đình chỉ hoạt động hoặc cấm huy động vốn) là chưa từng có tiền lệ. Trong hầu hết các trường hợp, chỉ có các cá nhân liên quan mới phải đối mặt với các cáo buộc hình sự, trong khi các công ty sẽ bị yêu cầu phải nộp đủ cả số thuế thất thoát và các khoản tiền phạt.

Nhìn chung, chúng tôi giả định tổng tổn thất tài chính trong vụ việc của DGC sẽ rơi vào khoảng 1 nghìn tỷ đồng. Mặc dù vậy, nếu các khoản phạt và nghĩa vụ tài chính thực tế cao hơn hoặc thấp hơn kỳ vọng của HSC, giá cổ phiếu theo đó có thể sẽ thấp hơn hoặc cao hơn so với giá mục tiêu của chúng tôi.

Giảm bình quân 33% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC điều chỉnh giảm bình quân 33% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026–2028 dựa trên các giả định mới về chi phí đầu vào và giảm dự báo đối với dự án Nghi Sơn. Những thay đổi trong giả định của chúng tôi như sau:

- Ở thời điểm hiện tại, triển vọng khôi phục hoạt động tại hai mỏ khai thác của DGC vẫn còn rất mờ nhạt. Áp dụng góc nhìn thận trọng hơn, chúng tôi giả định hai khai trường trên bị dừng hoạt động vĩnh viễn, thay vì kỳ vọng sẽ từng bước khôi phục từ nửa cuối năm 2026 (mỏ 19B) và năm 2027 (mỏ 25). Thay đổi này đồng nghĩa với việc DGC buộc phải chuyển dịch sang mô hình thu mua 100% nguyên liệu apatit từ ngoài trong giai đoạn dự báo.
- Trong khi đó, dự án Nghi Sơn dự kiến sẽ vận hành thử nghiệm vào cuối Q3/2026 hoặc đầu Q4/2026, chậm hơn so với kỳ vọng trước đó là đầu Q3/2026. Chúng tôi dự báo tiến độ sẽ trễ một chút trong bối cảnh chuyển tiếp sang HĐQT mới. Theo đó, chúng tôi hiện không kỳ vọng dự án này sẽ ghi nhận doanh thu trong năm nay (so với mức 573 tỷ đồng trong dự báo trước đây). Cho năm 2027 và 2028, chúng tôi cũng giảm dự báo công suất hoạt động xuống còn 50% và 80% (từ mức 60% và 90% trước đây).

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần năm 2026 giảm 37% so với cùng kỳ xuống còn 1.901 tỷ đồng, trước khi hồi phục nhẹ 6% và 8% trong năm 2027 và 2028, đạt 2.014 tỷ đồng và 2.178 tỷ đồng.

Cho năm 2026 và 2027, bên cạnh những thay đổi trong việc tự chủ nguồn nguyên liệu, biểu thuế xuất khẩu mới của Việt Nam áp lên sản phẩm phốt pho vàng (mức 10% có hiệu lực từ ngày 1/1/2026 và tăng lên 15% từ ngày 1/1/2027, so với mức 5% trong năm 2025) cũng sẽ tác động tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận của mảng này. Chúng tôi cho rằng DGC sẽ phải tự hấp thụ một phần chi phí tăng thêm thay vì chuyển sang khách hàng, đặc biệt là tại thị trường Ấn Độ (chiếm 25% sản lượng xuất khẩu P4 của công ty) – thị trường mà DGC đang chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các nhà xuất khẩu Kazakhstan. Lưu ý rằng thị trường Nhật Bản (đóng góp 25% sản lượng xuất khẩu P4 của DGC) là một ngoại lệ khi thuế xuất khẩu P4 vẫn giữ nguyên ở mức 0% nhờ Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiên bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP).

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, DGC

HSC điều chỉnh hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 trung bình 33%, chủ yếu do giả định mới chi phí đầu vào và hạ dự báo đối với Nghi Sơn.

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025A	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	11,262	11,678	14,581	16,571	10,711	12,359	13,800	-8.3%	-15.2%	-16.7%
Lợi nhuận thuần	3,025	2,394	3,029	3,643	1,901	2,014	2,178	-20.6%	-33.5%	-40.2%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		3.7%	24.9%	13.6%	-4.9%	15.4%	11.7%			
Lợi nhuận thuần		-20.9%	26.5%	20.3%	-37.2%	6.0%	8.1%			

Nguồn: HSC

Giảm 40% giá mục tiêu xuống 49.600đ; hạ Khuyến nghị xuống Năm giữ, với tiềm năng tăng giá 4%

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá, HSC giảm 40% giá mục tiêu xuống còn 49.600đ (tiềm năng tăng giá là 4%), tương ứng với P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 10,5 lần và 9,9 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

Ở thời điểm hiện tại, triển vọng của DGC đang có dấu hiệu suy yếu do mất đi lợi thế về chi phí nguyên liệu đầu vào và chịu ảnh hưởng từ các rào cản vĩ mô (thuế xuất khẩu P4 tăng cao trong năm 2026 và 2027). Trong khi đó, mô hình hiện tại chỉ phản ánh các nghĩa vụ tài chính tiềm ẩn từ những cáo buộc sai phạm, mà chưa tính đến các rủi ro liên quan đến việc gián đoạn ở khâu vận hành. Theo đó, rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo có thể sẽ đến từ (i) nghĩa vụ tài chính từ các sai phạm cao hơn dự kiến (1 nghìn tỷ đồng) và (ii) rủi ro gián đoạn hoạt động vận hành. Trong khi đó, rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng có thể đến từ (i) các nghĩa vụ tài chính từ các sai phạm thấp hơn dự kiến, (ii) hoạt động khai thác mỏ được khôi phục và (iii) giá P4 cao hơn dự kiến.

Các giả định bổ sung làm cơ sở cho định giá của chúng tôi bao gồm:

- Lãi suất phi rủi ro 4%; phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%; hệ số beta 1.4 lần (tất cả đều không đổi). Tuy nhiên, giả định chi phí nợ được điều chỉnh tăng lên mức 8% (so với mức 4% trước đây) để phản ánh mặt bằng lãi suất tăng cao và số ngày tồn kho của DGC dự kiến tăng cao, cùng với các vấn đề pháp lý của công ty. Theo đó, giả định WACC sẽ ở mức 15,5%, từ mức 15,1% trước đây.
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.
- Thời điểm định giá được lùi 6 tháng đến giữa năm 2027.
- Chúng tôi giả định các nghĩa vụ tài chính của DGC từ các sai phạm là 1 nghìn tỷ đồng (so với không có khoản này trong báo cáo trước đây). Chúng tôi khấu trừ số tiền này vào giá trị vốn cổ phần, trong khi không phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Bảng 3: Tính toán FCFF, DGC

Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp dự kiến giảm trong năm nay do chi phí đầu tư cho dự án Nghi Sơn.

Tỷ đồng	2025A	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	3,025	1,901	2,014	2,178
+ Lãi vay * (1-thuế suất)	36	57	65	74
+ Khấu hao	315	425	446	499
- Thay đổi vốn lưu động	408	(727)	(683)	(700)
- Đầu tư cơ bản (đầu tư tài sản cố định)	(775)	(1,253)	(354)	(900)
Dòng tiền tự do của vốn CSH (FCFF)	3,010	403	1,488	1,151

Nguồn: HSC

Bảng 4: Tính toán DCF, DGC

Giá mục tiêu mới là 49.600đ

Tính toán WACC		Tính toán DCF (Tỷ đồng)	Đơn vị	Giữa năm-2027
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		7,755
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	Tỷ đồng	1,005
Beta	1.4	Tổng giá trị hiện tại	Tỷ đồng	8,760
Chi phí vốn CSH	16.3%	Trừ:	Tỷ đồng	(11,079)
Chi phí nợ	8.0%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	19,839
Tỷ trọng vốn CSH	91.4%	Trừ: Nghĩa vụ tài chính phát sinh từ vi phạm	Tỷ đồng	(1,000)
Tỷ trọng nợ	8.6%	Vốn CSH điều chỉnh	Tỷ đồng	18,839
WACC	15.5%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	379.8
		Giá trị mỗi cổ phiếu	Đồng/cp	49,600

Nguồn: HSC

Bảng 5: Phân tích độ nhạy đối với giá mục tiêu, DGC

Kịch bản cơ sở giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% và lãi suất phi rủi ro là 4%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0.0%	49,600	49,000	48,400	47,800	47,300
	0.5%	50,300	49,600	49,000	48,400	47,800
	1.0%	51,000	50,300	49,600	49,000	48,400
	1.5%	51,800	51,000	50,300	49,600	49,000
	2.0%	52,700	51,800	51,000	50,300	49,600

Nguồn: HSC

Bảng 6: P/E trượt dự phóng 1 năm, DGC

DGC hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, sát bình quân quá khứ 5 năm



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 35% trong 3 tháng qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, sát với bình quân 5 năm.

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	10,711	12,359	13,800
Lợi nhuận gộp	3,449	3,553	2,241	2,421	2,715
Chi phí BH&QL	(618)	(554)	(578)	(667)	(745)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,832	2,998	1,663	1,754	1,970
Lãi vay thuần	580	621	709	760	750
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	(11.6)	(13.4)	(12.7)	(14.7)	(16.4)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	3,400	3,606	2,359	2,500	2,703
Chi phí thuế TNDN	(293)	(417)	(283)	(300)	(324)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(121)	(164)	(175)	(185)	(201)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,987	3,025	1,901	2,014	2,178
Lợi nhuận thuần ĐC	2,819	2,857	1,800	1,908	2,064
EBITDA ĐC	3,200	3,314	2,088	2,200	2,469
EPS (đồng)	7,864	7,965	5,005	5,303	5,735
EPS ĐC (đồng)	7,423	7,487	4,705	4,985	5,391
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)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	116	1,041	539	171	401
Đầu tư ngắn hạn	10,570	12,065	12,065	13,065	13,065
Phải thu khách hàng	980	1,220	1,285	1,730	2,208
Hàng tồn kho	985	1,681	1,863	2,385	2,882
Các tài sản ngắn hạn khác	50.1	116	111	128	142
Tổng tài sản ngắn hạn	12,701	16,124	15,863	17,479	18,699
TSCĐ hữu hình	2,314	2,716	3,513	3,421	3,822
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	4,184	4,091	4,493
Tổng cộng tài sản	15,821	19,550	20,047	21,571	23,191
Nợ ngắn hạn	865	1,546	1,694	1,988	2,217
Phải trả người bán	313	204	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	620	1,944	2,055	2,338	2,613
Tổng nợ ngắn hạn	2,053	4,081	3,749	4,326	4,830
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	3,819	4,403	4,915
Vốn chủ sở hữu	13,358	15,059	15,707	16,460	17,369
Lợi ích cổ đông thiểu số	343	347	522	707	908
Tổng vốn chủ sở hữu	13,701	15,406	16,229	17,168	18,277
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,821	19,550	20,047	21,571	23,191
BVPS (đ)	35,173	39,652	41,357	43,342	45,733
Nợ thuần*/(tiền mặt)	749	506	1,155	1,817	1,816

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	2,832	2,998	1,663	1,754	1,970
Khấu hao	(368)	(315)	(425)	(446)	(499)
Lãi vay thuần	580	621	709	760	750
Thuế TNDN đã nộp	(243)	(206)	(283)	(300)	(324)
Thay đổi vốn lưu động	112	(1,114)	(1,032)	(1,133)	(999)
Khác	28.9	1.60	181	208	26.6
LCT thuần từ HKKD	3,119	2,036	1,019	1,048	1,256
Đầu tư TS dài hạn	(522)	(775)	(1,253)	(354)	(900)
Góp vốn & đầu tư	(9,166)	(11,194)	724	(216)	784
Thanh lý	8,535	10,212	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,152)	(1,757)	(529)	(570)	(116)
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	148	294	229
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(2,912)	648	(992)	(846)	(910)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,061	116	1,041	539	171
LCT thuần trong kỳ	(945)	927	(502)	(368)	230
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.25	(2.44)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	116	1,041	539	171	401
Dòng tiền tự do	2,597	1,261	(234)	694	356

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	20.9	19.6	19.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	32.4	29.4	19.5	17.8	17.9
Tỷ suất LNT (%)	30.3	26.9	17.7	16.3	15.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	8.61	11.6	12.0	12.0	12.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.20	14.2	(4.89)	15.4	11.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(0.43)	3.54	(37.0)	5.37	12.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1.38	1.34	(37.0)	6.03	8.17
Tăng trưởng EPS (%)	(3.98)	1.28	(37.2)	5.96	8.14
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.38	0.87	(37.2)	5.96	8.14
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	38.1	37.7	59.9	56.6	52.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	23.8	21.3	12.4	12.5	12.9
ROACE (%)	21.9	20.5	10.5	10.5	11.1
Vòng quay tài sản (lần)	0.63	0.64	0.54	0.59	0.62
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.10	0.68	0.61	0.60	0.64
Số ngày tồn kho	56.0	79.6	80.3	87.6	94.9
Số ngày phải thu	55.7	57.8	55.4	63.6	72.7
Số ngày phải trả	17.8	9.65	0	0	0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	6.15	3.57	7.36	11.0	10.5
Nợ/tài sản (%)	5.92	8.07	8.45	9.21	9.56
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.29	0.48	0.81	0.90	0.90
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.19	3.95	4.23	4.04	3.87
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.91	1.66	1.80	1.61	1.45
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.90	5.63	9.24	9.07	8.08
P/E (lần)	6.07	5.99	9.54	9.00	8.33
P/E ĐC (lần)	6.43	6.38	10.1	9.58	8.86
P/B (lần)	1.36	1.20	1.15	1.10	1.04
Lợi suất cổ tức (%)	6.28	6.28	6.28	6.28	6.28

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