

Năm giữ (giữ nguyên)

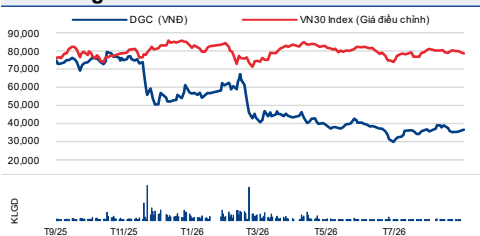
Giá mục tiêu: VNĐ36,900 (từ VNĐ49,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 1.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/9/2026)	36,550
Mã Bloomberg	DGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	29,840-79,417
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,933
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,881
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	534
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	2.55	(7.66)	(51.8)
So với chỉ số	5.77	(3.52)	(53.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,093	7,982	(48.7)
2027F	4,655	9,340	(50.2)
2028F	5,079	12,771	(60.2)

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 C.Nghiệp & Công Nghệ trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Triển vọng thiếu rõ ràng; duy trì khuyến nghị Năm giữ

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ nhưng giảm 26% giá mục tiêu xuống 36.900đ do hạ dự báo lợi nhuận và phản ánh việc DGC vừa chi trả cổ tức tiền mặt 8.000đ/cp gần đây.
- Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026–2028 do hạ dự báo doanh thu và khả năng sinh lời của mảng phân bón. Nguyên nhân chủ yếu là giá lưu huỳnh duy trì ở mức cao trong thời gian dài do hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz gián đoạn. Lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo giảm 45% sau đó tăng trưởng trở lại lần lượt 14% và 9% trong năm 2027 và 2028, với đóng góp bổ sung từ dự án Đức Giang Nghi Sơn (dự kiến vận hành trong Q4/2026).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, DGC đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 8 lần, so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 11,1 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD nửa đầu năm 2026 và triển vọng

KQKD nửa đầu năm 2026 gây thất vọng với lợi nhuận thuần giảm 52% so với cùng kỳ xuống 797 tỷ đồng trên doanh thu thuần 4.540 tỷ đồng (giảm 20% so với cùng kỳ). Kết quả suy giảm do doanh thu và khả năng sinh lời của mảng phân bón giảm mạnh khi giá lưu huỳnh tăng vọt do hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz gián đoạn. Trong khi đó, DGC phải chuyển sang sử dụng 100% quặng apatit nhập ngoài, so với tỷ lệ tự chủ 80% trước đây, sau khi mất nguồn cung quặng nội bộ có chi phí thấp. Tuy nhiên, giá phốt pho vàng (P4) và axit photphoric nhiệt (TPA) duy trì ở mức cao đã bù đắp phần lớn tác động từ chi phí đầu vào tăng.

Trong thời gian tới, nếu tình trạng gián đoạn tại eo biển Hormuz kéo dài, giá lưu huỳnh nhiều khả năng tiếp tục neo cao do tuyến đường này từng vận chuyển khoảng 50% tổng lượng lưu huỳnh xuất khẩu bằng đường biển trên toàn cầu trước khi xảy ra gián đoạn.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026–2028

Sau KQKD nửa đầu năm 2026 thấp hơn kỳ vọng và giá lưu huỳnh duy trì ở mức cao trong thời gian dài, HSC giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026–2028, chủ yếu do hạ dự báo doanh thu phân bón. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2026 giảm 45% xuống 1.653 tỷ đồng, trước khi tăng trưởng trở lại 14% trong năm 2027 đạt 1.881 tỷ đồng và 9% trong năm 2028 đạt 2.052 tỷ đồng, với đóng góp bổ sung từ dự án Đức Giang Nghi Sơn. HSC dự báo công suất hoạt động của dự án Đức Giang Nghi Sơn đạt 60% trong năm 2027 và 80% trong năm 2028.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 26% giá mục tiêu xuống 36.900đ do hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh sau khi DGC vừa chi trả cổ tức tiền mặt 8.000đ/cp (bao gồm 5.000đ cổ tức tiền mặt đợt hai cho năm 2025 và 3.000đ cổ tức tiền mặt tạm ứng cho năm 2026). Giá mục tiêu mới tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 9 lần và 7,9 lần.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, DGC đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 8 lần (so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 11,1 lần). Do lợi nhuận nhiều khả năng chạm đáy trong năm nay, HSC cho rằng DGC sẽ bị định giá lại ở mức thấp hơn do vị thế của Công ty suy yếu sau khi mất quyền tiếp cận các mỏ quặng apatit, trong khi các vấn đề pháp lý vẫn chưa được giải quyết. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ với tiềm năng tăng giá 1%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,200	3,275	2,023	2,357 ▲	2,637 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,987	2,990	1,653 ▼	1,881 ▼	2,052 ▼
EPS ĐC (đồng)	7,423	7,402	4,093 ▼	4,655 ▼	5,079 ▼
DPS (đồng)	3,000	8,000	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	35,173	39,567	35,745 ▼	37,400 ▼	39,479 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.57	4.39	7.56	6.51	5.84
P/E ĐC (lần)	4.92	4.94	8.93	7.85	7.20
Lợi suất cổ tức (%)	8.21	21.9	8.21	8.21	8.21
P/B (lần)	1.04	0.92	1.02	0.98	0.93
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.38	(0.28)	(44.7)	13.7	9.11
ROAE (%)	23.8	21.1	11.6	13.5	14.1

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

Giá cổ phiếu giảm phản ánh nền tảng cơ bản suy yếu

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ nhưng giảm 26% giá mục tiêu xuống 36.900đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 1%. Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 do hạ dự báo doanh thu phân bón. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần giảm mạnh 45% trong năm 2026 sau đó tăng trưởng trở lại lần lượt 14% và 9% trong năm 2027 và 2028, với đóng góp bổ sung từ dự án Đức Giang Nghi Sơn, dự kiến vận hành trong Q4/2026. Do lợi nhuận nhiều khả năng chạm đáy trong năm nay, HSC cho rằng DGC đang có mức định giá hợp lý. Diễn biến giảm của giá cổ phiếu đã phản ánh phần lớn sự suy yếu của các yếu tố nền tảng.

KQKD nửa đầu năm 2026 kém tích cực do doanh thu phân bón giảm mạnh

Trong nửa đầu năm 2026, doanh thu thuần giảm 20% so với cùng kỳ xuống 4.540 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần giảm 52% xuống 797 tỷ đồng. Kết quả này mới hoàn thành 42% dự báo trước đó của HSC cho cả năm 2026. Doanh thu trong nước giảm 61% so với cùng kỳ xuống 735 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu phân bón suy giảm, trong khi doanh thu xuất khẩu đi ngang ở mức 3.805 tỷ đồng.

Bảng 1: KQKD Q2 và 6 tháng đầu năm 2026, DGC

Lợi nhuận thuần 6 tháng đầu năm 2026 giảm mạnh 52% svck xuống 797 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 42% dự báo năm 2026 trước đây

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ	Dự báo cũ 2026	% hoàn thành
Doanh thu thuần	2,894	2,125	2,415	-16.5%	13.7%	5,705	4,540	-20.4%	10,711	42.4%
Lợi nhuận thuần	842	409	389	-53.9%	-5.0%	1,652	797	-51.7%	1,901	41.9%

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu, DGC

Doanh thu thuần 6 tháng đầu năm 2026 giảm do doanh thu trong nước giảm mạnh 61% svck, trong khi doanh thu xuất khẩu đi ngang svck

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	2,894	2,125	2,415	-16.5%	13.7%	5,705	4,540	-20.4%
Trong nước	1,044	417	319	-69.5%	-23%	1,890	735	-61.1%
Xuất khẩu	1,851	1,708	2,097	13.3%	23%	3,814	3,805	-0.3%

Nguồn: DGC

Bảng 3: Doanh thu P4, DGC

Sản lượng tiêu thụ P4 trong 6 tháng đầu năm 2026 giảm 20% so với cùng kỳ, nhưng được bù đắp bởi giá bán bình quân tăng 23% so với cùng kỳ

	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ
Doanh thu (Tỷ đồng)	1,260	1,298	1,330	5.5%	2.5%	2,682	2,628	-2.0%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	12,263	11,127	10,007	-18.4%	-10.1%	26,564	21,134	-20.4%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	102.8	116.7	132.9	29.3%	13.9%	101.0	124.3	23.2%

Nguồn: DGC, Tổng cục Hải quan

Bảng 4: Doanh thu TPA, DGC

Doanh thu TPA 6 tháng đầu năm 2026 tăng mạnh 70% so với cùng kỳ, nhờ sản lượng tăng 46% và giá bán bình quân tăng 16% so với cùng kỳ

	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ
Doanh thu (Tỷ đồng)	346	360	636	83.7%	76.7%	586	996	70.1%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	12,385	12,486	18,479	49.2%	48.0%	21,202	30,965	46.0%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	28.0	28.8	34.4	23.1%	19.4%	27.6	32.2	16.5%

Nguồn: DGC, Tổng cục Hải quan

Doanh thu phân bón giảm mạnh do giá lưu huỳnh tăng vọt

Doanh thu trong nước giảm mạnh chủ yếu do doanh thu phân bón lao dốc (mảng này thường đóng góp khoảng 75% doanh thu trong nước của DGC). DGC chủ động cắt giảm sản lượng phân bón khi giá lưu huỳnh – nguyên liệu đầu vào quan trọng trong sản xuất phân bón phốt phát – tăng mạnh.

Lưu huỳnh là sản phẩm phụ của quá trình lọc dầu và xử lý khí. Do nguồn cung từ các nhà máy lọc dầu trong nước còn hạn chế, thị trường lưu huỳnh Việt Nam phụ thuộc phần lớn vào nhập khẩu. Các quốc gia vùng Vịnh là một trong những nguồn cung lưu huỳnh chủ chốt trên thế giới, chiếm khoảng 50% tổng lượng lưu huỳnh xuất khẩu bằng đường biển toàn cầu. Eo biển Hormuz là tuyến vận chuyển chính đưa lưu huỳnh từ vùng Vịnh đến các thị trường khác.

Nguồn cung lưu huỳnh toàn cầu đã gián đoạn kể từ tháng 3/2026 sau khi xung đột Mỹ-Iran làm đình trệ hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz. Giá lưu huỳnh đã tăng mạnh lên mức hơn 1.000 USD/tấn, so với mức bình quân 280 USD/tấn trong năm 2025. Ở mặt bằng giá này, mảng phân bón của DGC không còn hiệu quả kinh tế do chi phí sản xuất cao hơn giá bán.

Tình trạng này nhiều khả năng kéo dài khi căng thẳng Mỹ-Iran tiếp tục leo thang. Ngay cả khi hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz trở lại bình thường, nguồn cung lưu huỳnh cũng cần nhiều thời gian để phục hồi do nhiều cơ sở lọc dầu tại vùng Vịnh đã hư hại trong chiến tranh. Do đó, HSC dự báo giá lưu huỳnh sẽ tiếp tục neo cao trong suốt năm 2027.

Giá P4 và TPA tích cực giúp bù đắp chi phí đầu vào tăng

Từ năm 2026, DGC phải chuyển sang sử dụng 100% quặng apatit nhập ngoài – nguyên liệu đầu vào chính cho hoạt động sản xuất các sản phẩm phốt pho – so với tỷ lệ tự chủ 80% trước đây. Nguyên nhân là nguồn cung quặng nội bộ tại hai khai trường 19B và 25 đã tạm dừng do liên quan đến quá trình điều tra.

Việc chuyển hoàn toàn sang nguồn quặng nhập ngoài khiến chi phí đầu vào của DGC tăng đáng kể. Tuy nhiên, giá P4 và axit photphoric nhiệt (TPA) tăng mạnh đã bù đắp phần lớn tác động này. Trong nửa đầu năm 2026, giá bán bình quân P4 và TPA của DGC tăng lần lượt 23% và 16% so với cùng kỳ, đồng thời hưởng lợi từ nhu cầu duy trì tích cực.

- Việt Nam và Kazakhstan chiếm hơn 80% tổng kim ngạch xuất khẩu phốt pho toàn cầu (chiếm lần lượt 49% và 34% trong năm 2025, tương ứng giá trị xuất khẩu 387 triệu USD và 277 triệu USD, riêng DGC đóng góp khoảng 50% kim ngạch xuất khẩu phốt pho của Việt Nam). Trong năm 2026, các nhà sản xuất P4 tại cả hai quốc gia đều đối mặt với chi phí sản xuất cao hơn, do giá quặng apatit tăng tại Việt Nam và chi phí điện tăng tại Kazakhstan. Những áp lực chi phí này đã hỗ trợ giá P4 trên thị trường thế giới.
- Trung Quốc vẫn là thị trường tham chiếu chính đối với giá P4 toàn cầu nhờ chiếm tỷ trọng lớn trong sản lượng thế giới. Mặc dù phần lớn sản lượng P4 của Trung Quốc phục vụ nhu cầu nội địa và chính phủ hạn chế xuất khẩu trực tiếp thông qua thuế suất xuất khẩu 20% nhưng Trung Quốc vẫn gián tiếp tác động đến giá quốc tế thông qua quy mô xuất khẩu lớn các sản phẩm phốt pho hạ nguồn chế biến sâu.
- Đợt tăng giá P4 gần đây tại Trung Quốc dường như chủ yếu đến từ áp lực chi phí và nguồn cung, hơn là phản ánh nhu cầu cải thiện mang tính cơ cấu. Chi phí điện tăng trong mùa khô vào mùa đông, khi sản lượng thủy điện tại các tỉnh sản xuất trọng điểm suy giảm, đã đẩy chi phí sản xuất lên cao. Đồng thời, hoạt động bảo dưỡng định kỳ và tình trạng gián đoạn tạm thời tại một số nhà máy ở Quý Châu trong tháng 4 & 5 đã khiến nguồn cung giao ngay giảm thêm khoảng 5%. Quý Châu là một trong bốn tỉnh sản xuất P4 chính của Trung Quốc.
- Tuy nhiên, những áp lực này đã bắt đầu giảm bớt. Giá P4 tại Trung Quốc đã điều chỉnh khoảng 13% từ mức đỉnh tháng 6 (nhưng vẫn tăng 42% từ đầu năm) khi nguồn thủy điện cải thiện, chi phí sản xuất trở về mức bình thường và nguồn cung phục hồi. Quan trọng hơn, trong trung hạn, nguồn cung dự kiến tăng nhanh hơn nhu cầu từ các ngành sản xuất hạ nguồn khi công suất P4 mới đi vào hoạt động. Điều này làm gia tăng nguy cơ dư cung trong nước và giảm áp lực tăng giá. Công suất sản xuất P4 của Trung Quốc hiện tập trung chủ yếu tại Vân Nam, Tứ Xuyên,

Quý Châu và Hồ Bắc, với tổng công suất thiết kế khoảng 1,58 triệu tấn/năm. Tuy nhiên, công suất hoạt động trong năm 2025 chỉ đạt khoảng 63%. Trong năm 2026, Trung Quốc dự kiến bổ sung 105.000 tấn công suất P4 mới mỗi năm, tương đương 6,6% công suất hiện hữu và 10,5% sản lượng năm 2025, trong khi nhu cầu dự kiến chỉ tăng khoảng 2%/năm.

- Do đó, HSC cho rằng đợt tăng giá P4 gần đây khó duy trì lâu dài. Giá bán cao hơn chủ yếu giúp các nhà sản xuất bù đắp chi phí đầu vào tăng, thay vì tạo ra mức cải thiện đáng kể và bền vững về tỷ suất lợi nhuận P4.

Dự án Nghi Sơn là điểm sáng

Sau nhiều lần trì hoãn, dự án Đức Giang Nghi Sơn dự kiến bắt đầu vận hành thử nghiệm trong Q4/2026. Đây là tổ hợp hóa chất đặt tại Khu kinh tế Nghi Sơn, tỉnh Thanh Hóa, nhằm đa dạng hóa hoạt động kinh doanh ngoài danh mục hóa chất gốc phốt pho truyền thống của DGC. Toàn bộ dự án gồm ba giai đoạn với tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 12 nghìn tỷ đồng.

Giai đoạn 1 tập trung vào chuỗi clo–kiềm:

Muối (NaCl) → Điện phân clo–kiềm → NaOH + Cl₂ + H₂

NaOH (xút) là hóa chất công nghiệp thiết yếu được sử dụng rộng rãi trong các ngành giấy và bột giấy, tinh luyện nhôm, dệt may, chất tẩy rửa, xử lý nước và sản xuất hóa chất. Trong khi đó, Cl₂ là nguyên liệu đầu vào để sản xuất các dẫn xuất clo như HCl, Javel, Ca(OCl)₂ và Chloramine B, chủ yếu phục vụ xử lý nước, khử trùng, tẩy trắng, vệ sinh và xử lý hóa chất công nghiệp.

Giai đoạn 1 có công suất thiết kế 150.000 tấn/năm, bao gồm 50.000 tấn NaOH và 100.000 tấn các hóa chất gốc clo khác được sản xuất từ Cl₂. Giai đoạn này chính thức được khởi công vào tháng 2/2025 với tổng vốn đầu tư 2,4 nghìn tỷ đồng.

Tại thời điểm cuối tháng 6/2026, chi phí xây dựng cơ bản dở dang của dự án đã tăng lên mức 1,2 nghìn tỷ đồng, từ mức 719 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2025.

Thị trường NaOH tại Việt Nam vẫn thiếu hụt nguồn cung mang tính cơ cấu. Công suất sản xuất trong nước hiện đạt 270.000 tấn/năm, chỉ đáp ứng khoảng 60% nhu cầu 450.000 tấn/năm; phần còn lại phải nhập khẩu, chủ yếu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Ấn Độ và các quốc gia khác. Khi dự án Nghi Sơn của DGC đi vào hoạt động, tổng công suất sản xuất trong nước sẽ tăng lên 320.000 tấn/năm, qua đó góp phần giảm phụ thuộc vào nguồn cung nhập khẩu. Vì vậy, HSC đánh giá triển vọng tiêu thụ sản phẩm của dự án là tích cực và dự báo công suất hoạt động đạt 60% trong năm 2027 và 80% trong năm 2028.

Giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Sau KQKD nửa đầu năm 2026 thấp hơn kỳ vọng và giá lưu huỳnh duy trì ở mức cao trong thời gian dài, HSC giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, chủ yếu do hạ dự báo doanh thu phân bón. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2026 giảm 45% xuống 1.653 tỷ đồng sau đó tăng trưởng trở lại 14% trong năm 2027 đạt 1.881 tỷ đồng và 9% trong năm 2028 đạt 2.052 tỷ đồng, với đóng góp bổ sung từ dự án Đức Giang Nghi Sơn. Các giả định chính của HSC đối với P4, TPA và dự án Nghi Sơn như sau:

- Đối với P4, HSC dự báo doanh thu năm 2026 giảm 6% xuống 5.141 tỷ đồng do sản lượng tiêu thụ giảm 14% và được bù đắp phần nào nhờ giá bán bình quân tăng 9%. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo giá P4 sẽ điều chỉnh vào cuối năm. Trong năm 2027 và 2028, doanh thu P4 dự kiến tăng trưởng 7% mỗi năm, nhờ sản lượng tăng 5% và giá bán bình quân tăng 2%.
- Đối với TPA, HSC dự báo doanh thu năm 2026 tăng trưởng mạnh 43% đạt 1.816 tỷ đồng, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 30% và giá bán bình quân tăng 10%. Trái ngược với sản lượng P4 suy giảm, sản lượng TPA dự kiến tăng mạnh do DGC chuyển trọng tâm sản xuất sang TPA – một sản phẩm dẫn xuất từ P4 có khả năng sinh lời tốt hơn nhờ thuế xuất khẩu thấp hơn so với P4 (TPA hiện chịu thuế suất 0%). Lưu ý, thuế xuất khẩu P4 của Việt Nam đã tăng từ 5% lên 10% kể từ đầu năm 2026 và sẽ tiếp tục tăng lên 15% từ đầu năm 2027, nhằm khuyến khích giữ lại

nguồn P4 trong nước để phục vụ hoạt động chế biến sâu. Sự chuyển dịch cơ cấu sản xuất này đã thể hiện rõ trong KQKD nửa đầu năm 2026 của hai sản phẩm P4 và TPA. Trong năm 2027 và 2028, HSC dự báo doanh thu TPA tiếp tục tăng trưởng 7% mỗi năm, nhờ sản lượng tăng 5% và giá bán bình quân tăng 2%.

- Đối với dự án Nghi Sơn, HSC dự báo công suất hoạt động đạt 60% trong năm 2027 và 80% trong năm 2028, tạo ra doanh thu lần lượt 540 tỷ đồng và 720 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến lần lượt đạt mức 23% và 24%, tương ứng lợi nhuận gộp 268 tỷ đồng và 375 tỷ đồng.
- HSC dự báo DGC sẽ không còn ghi nhận doanh thu ethanol từ năm 2027, so với 191 tỷ đồng trong năm 2026 (giảm 16%), do Công ty dự kiến hoàn tất chuyển nhượng nhà máy ethanol trong năm nay. Theo BLĐ, DGC nhiều khả năng sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên từ thương vụ này. Tuy nhiên, HSC chưa đưa khoản lợi nhuận tiềm năng này vào dự báo do chưa có đủ thông tin để ước tính.

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, DGC

Hạ 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 do doanh thu và khả năng sinh lời của mảng phân bón giảm

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2025-28 CAGR
Doanh thu thuần	11,262	10,711	12,359	13,800	10,163	11,799	12,941	-5.1%	-4.5%	-6.2%	4.7%
Lợi nhuận thuần	2,990	1,901	2,014	2,178	1,653	1,881	2,052	-13.0%	-6.6%	-5.8%	-11.8%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần		-4.9%	15.4%	11.7%	-9.8%	16.1%	9.7%				
Lợi nhuận thuần		-36.4%	6.0%	8.1%	-44.7%	13.7%	9.1%				

Nguồn: HSC

Bảng 6: Dự báo P4, DGC

HSC dự báo doanh thu P4 sẽ giảm 6,5% trong năm 2026, trước khi tăng trưởng trở lại ở mức 7,1% trong giai đoạn 2027 - 2028

	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (Tỷ đồng)	5,499	5,141	5,506	5,897	-6.5%	7.1%	7.1%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	53,182	45,600	47,880	50,274	-14.3%	5.0%	5.0%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	103.4	112.8	115.0	117.3	9.0%	2.0%	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Dự báo TPA, DGC

Chúng tôi dự báo doanh thu TPA sẽ tăng mạnh 43% trong năm 2026, trước khi tăng chậm lại 7,1% trong giai đoạn 2027 - 2028

	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (Tỷ đồng)	1,270	1,816	1,945	2,083	43.0%	7.1%	7.1%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	44,706	58,118	61,024	64,075	30.0%	5.0%	5.0%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	28.4	31.2	31.9	32.5	10.0%	2.0%	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Dự báo cơ cấu doanh thu, DGC

Dự báo doanh thu thuần giảm 10% trong năm nay do doanh số phân bón kém khả quan, nhưng phục hồi 16% và 10% trong hai năm tiếp theo, nhờ đóng góp từ dự án Nghi Sơn

Tỷ đồng	Dự báo				Tăng trưởng		
	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	11,262	10,163	11,799	12,941	-9.8%	16.1%	9.7%
P4	5,499	5,141	5,506	5,897	-6.5%	7.1%	7.1%
TPA	1,270	1,816	1,945	2,083	43.0%	7.1%	7.1%
Phân bón	2,655	1,496	1,624	1,763	-43.6%	8.5%	8.6%
Phụ gia TACN	990	889	944	1,001	-10.1%	6.1%	6.1%
Ethanol	226	191	-	-	-15.6%	-100.0%	N/a
Dự án Nghi Sơn	-	-	1,146	1,528	N/a	N/a	33.3%
Doanh thu khác	623	629	635	669	1.0%	0.9%	5.3%

Nguồn: DGC, HSC

Giảm 26% giá mục tiêu xuống 36.900đ; duy trì khuyến nghị Năm giữ

Sau khi hạ dự báo lợi nhuận và giữ nguyên các giả định định giá (gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, beta 1,4, tốc độ tăng trưởng dài hạn 1% và thời điểm định giá vào giữa năm 2027), HSC giảm 26% giá mục tiêu xuống 36.900đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 1%. Giá mục tiêu mới tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 9 lần và 7,9 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, DGC đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 8 lần (so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 11,1 lần). Lợi nhuận nhiều khả năng sẽ chạm đáy trong năm nay. Tuy nhiên, vị thế của DGC đã suy yếu sau khi mất quyền tiếp cận hai khai trường chính. Trong khi đó, kết quả điều tra các sai phạm liên quan đến xử lý chất thải và khai thác tài nguyên tại hai khai trường này vẫn chưa được công bố, khiến một số rủi ro pháp lý tiếp tục hiện hữu. Do đó, HSC cho rằng DGC sẽ bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn so với quá khứ và duy trì khuyến nghị Năm giữ với tiềm năng tăng giá 1%.

Bảng 9: 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	2025	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	2,990	1,653	1,881	2,052
+ Lãi vay * (1-thuế suất)	36	61	73	82
+ Khấu hao	315	427	461	514
- Thay đổi vốn lưu động	431	(2,402)	(748)	(675)
- Đầu tư cơ bản (đầu tư tài sản cố định)	(589)	(1,245)	(569)	(900)
Dòng tiền tự do của vốn CSH (FCFF)	3,182	(1,505)	1,097	1,072

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán DCF, DGC

Giá mục tiêu mới là 36.900đ

Tính toán WACC		Tính toán DCF (Tỷ đồng)	Đơn vị	Giữa năm-2027
Tính toán WACC	4.0%	Tính toán WACC		6,013
Lãi suất phi rủi ro	8.8%	Lãi suất phi rủi ro	Tỷ đồng	1,885
Phần bù rủi ro vốn CSH	1.4	Phần bù rủi ro vốn CSH	Tỷ đồng	7,898
Beta	16.3%	Trừ: nợ thuần	Tỷ đồng	(7,128)
Chi phí vốn CSH	8.0%	Giá trị vốn CSH	Tỷ đồng	15,026
Chi phí nợ	90.3%	Trừ: Nghĩa vụ tài chính phát sinh từ vi phạm	Tỷ đồng	(1,000)
Tỷ trọng vốn CSH	9.7%	Vốn CSH điều chỉnh	Tỷ đồng	14,026
WACC	15.5%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	379.8
		Giá trị mỗi cổ phiếu	Đồng/cp	36,900

Nguồn: HSC

Bảng 11: 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%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	0.0%	36,900	36,300	35,800	35,200	34,800
	0.5%	37,500	36,900	36,300	35,800	35,300
	1.0%	38,200	37,600	36,900	36,300	35,800
	1.5%	39,000	38,200	37,600	37,000	36,400
	2.0%	39,800	39,000	38,300	37,600	37,000

Nguồn: HSC

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

DGC đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 8 lần (so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 11,1 lần)



Nguồn: HSC

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	10,163	11,799	12,941
Lợi nhuận gộp	3,449	3,522	2,144	2,534	2,822
Chi phí BH&QL	(618)	(562)	(549)	(637)	(699)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,832	2,960	1,595	1,897	2,123
Lãi vay thuần	580	621	495	481	471
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	(11.6)	(13.4)	(12.1)	(14.1)	(15.4)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	3,400	3,567	2,078	2,363	2,579
Chi phí thuế TNDN	(293)	(414)	(249)	(284)	(309)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(121)	(163)	(175)	(199)	(217)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,987	2,990	1,653	1,881	2,052
Lợi nhuận thuần ĐC	2,819	2,824	1,566	1,782	1,944
EBITDA ĐC	3,200	3,275	2,023	2,357	2,637
EPS (đồng)	7,864	7,874	4,354	4,952	5,403
EPS ĐC (đồng)	7,423	7,402	4,093	4,655	5,079
DPS (đồng)	3,000	8,000	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	505	769	917
Đầu tư ngắn hạn	10,570	12,065	8,565	8,565	8,565
Phải thu khách hàng	980	1,220	1,829	2,360	2,847
Hàng tồn kho	985	1,682	2,245	2,687	3,036
Các tài sản ngắn hạn khác	50.1	119	108	125	137
Tổng tài sản ngắn hạn	12,701	16,127	13,252	14,506	15,502
TSCĐ hữu hình	2,314	2,748	3,545	3,653	4,040
TSCĐ vô hình	343	335	326	317	308
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	431	319	284	289	294
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	32.5	9.25	9.71	10.2	10.7
Tổng tài sản dài hạn	3,121	3,411	4,165	4,269	4,653
Tổng cộng tài sản	15,821	19,538	17,417	18,775	20,155
Nợ ngắn hạn	865	1,546	1,924	2,224	2,428
Phải trả người bán	313	204	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	620	1,970	1,328	1,552	1,713
Tổng nợ ngắn hạn	2,053	4,103	3,252	3,776	4,141
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	66.6	63.7	70.1	77.1	84.8
Nợ dài hạn khác	0.28	0.33	0.34	0.35	0.36
Tổng nợ dài hạn	66.9	64.1	70.5	77.5	85.2
Tổng nợ phải trả	2,120	4,167	3,323	3,853	4,226
Vốn chủ sở hữu	13,358	15,027	13,575	14,204	14,993
Lợi ích cổ đông thiểu số	343	344	519	718	936
Tổng vốn chủ sở hữu	13,701	15,371	14,094	14,922	15,929
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,821	19,538	17,417	18,775	20,155
BVPS (đ)	35,173	39,567	35,745	37,400	39,479
Nợ thuần*/(tiền mặt)	749	506	1,420	1,455	1,512

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	2,832	2,960	1,595	1,897	2,123
Khấu hao	(368)	(315)	(427)	(461)	(514)
Lãi vay thuần	580	621	495	481	471
Thuế TNDN đã nộp	(243)	(206)	(249)	(284)	(309)
Thay đổi vốn lưu động	112	(1,261)	(2,697)	(1,210)	(986)
Khác	28.9	0.52	210	212	34.7
LCT thuần từ HĐKD	3,119	1,849	(645)	1,159	1,469
Đầu tư TS dài hạn	(522)	(589)	(1,245)	(569)	(900)
Góp vốn & đầu tư	(9,166)	(11,193)	4,014	514	514
Thanh lý	8,535	10,213	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,152)	(1,570)	2,769	(54.9)	(386)
Cổ tức trả cho CSH	(2,445)	(32.9)	(3,038)	(1,139)	(1,139)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(468)	681	378	299	205
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(2,912)	648	(2,660)	(840)	(935)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,061	116	1,041	505	769
LCT thuần trong kỳ	(945)	927	(536)	264	148
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.25	(2.44)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	116	1,041	505	769	917
Dòng tiền tự do	2,597	1,260	(1,890)	590	569

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	31.3	21.1	21.5	21.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	32.4	29.1	19.9	20.0	20.4
Tỷ suất LNT (%)	30.3	26.6	16.3	15.9	15.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	8.61	11.6	12.0	12.0	12.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.20	14.2	(9.76)	16.1	9.67
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(0.43)	2.32	(38.2)	16.5	11.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1.38	0.19	(44.5)	13.8	9.11
Tăng trưởng EPS (%)	(3.98)	0.13	(44.7)	13.7	9.11
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.38	(0.28)	(44.7)	13.7	9.11
Tăng trưởng DPS (%)	0	167	(62.5)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	38.1	102	68.9	60.6	55.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	23.8	21.1	11.6	13.5	14.1
ROACE (%)	21.9	20.3	10.8	13.0	13.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.63	0.64	0.55	0.65	0.66
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.10	0.62	(0.40)	0.61	0.69
Số ngày tồn kho	56.0	79.3	102	106	109
Số ngày phải thu	55.7	57.6	83.3	93.0	103
Số ngày phải trả	17.8	9.61	0	0	0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	6.15	3.58	10.5	10.2	10.1
Nợ/tài sản (%)	5.92	8.08	11.0	11.8	12.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.29	0.48	0.95	0.94	0.92
Chỉ số TT hiện thời (lần)	6.19	3.93	4.07	3.84	3.74
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.48	1.28	1.51	1.30	1.19
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.57	4.39	7.56	6.51	5.84
P/E (lần)	4.65	4.64	8.39	7.38	6.76
P/E ĐC (lần)	4.92	4.94	8.93	7.85	7.20
P/B (lần)	1.04	0.92	1.02	0.98	0.93
Lợi suất cổ tức (%)	8.21	21.9	8.21	8.21	8.21

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) 2026.

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 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