

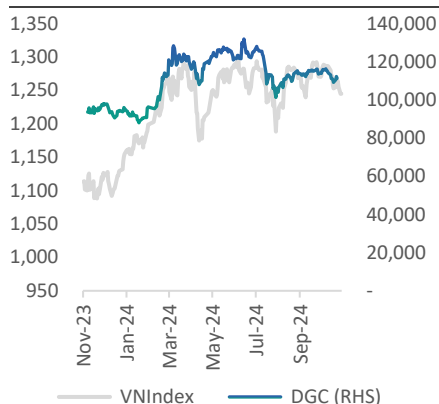
## KHUYẾN NGHỊ NĂM GIỮ CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG - CTCP (HSX: DGC) CHỜ NGỌN GIÓ ĐÔNG

Giá hiện tại:	106,400	Ngày viết báo cáo:	25/11/2024	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước:	130,500	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	380	Đào Hữu Huyền	18.4%
Giá mục tiêu mới:	111,400	Vốn hóa (tỷ VND)	44,434	Nhóm cổ đông VEIL	8.1%
Tỷ suất cổ tức	3%	Thanh khoản BQ 30n (Triệu):	1.24	Ngô Thị Ngọc Lan	6.6%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>8%</b>	Sở hữu nước ngoài	18.0%	Đào Hữu Kha	6.0%

### Bộ phận Research:

Lưu Thuý Linh  
(Phân bón – Hoá chất, Dầu khí)  
[Linhlt2@bsc.com.vn](mailto:Linhlt2@bsc.com.vn)

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



### QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu **DGC** với **giá mục tiêu 2025F** được điều chỉnh xuống **111,400 VND/CP** (Upside 8% so với giá đóng cửa ngày 25/11/2024, đã bao gồm 3% cổ tức). Giá mục tiêu mới giảm -15% so với **báo cáo gần nhất**, chủ yếu do:

(1) điều chỉnh giảm -7% dự phóng lợi nhuận 2025F và (2) giảm -8% P/E mục tiêu 2025F xuống 11.x phản ánh triển vọng tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn trong 2024F – 2025F.

DGC đang giao dịch với P/E fw 2024F = 13.9x (EPS 2024F fw = 8,156 VND), PE FWD 2025 = 11.5x lần với (EPS fw 2025F = 9,293 VND).

### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Sau khi cập nhật KQKD 9T/2024 chúng tôi đã **xem xét và điều chỉnh dự phóng 2024F - 2025F** như sau: doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt giảm -3% & -7% (2024f) và -1% & -7% (2025f) so với báo cáo cập nhật trước đó (*Chi tiết tại đây*).

- Năm 2024, BSC dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt **10,053 tỷ VND (+3% YoY)** và **3,097 tỷ VND** tương đương cùng kỳ;
- Năm 2025, BSC dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt **11,581 tỷ VND (+15% YoY)** và **3,457 tỷ VND (+12% YoY)**;

### CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

#### Cập nhật KQKD:

- Doanh thu thuần Q3/2024 đạt 2,558 tỷ VND, tăng +4% svck và tăng +2% so với quý 2. Lợi nhuận gộp đạt 881 tỷ VND, tăng +5% svck tuy nhiên giảm -10% so với quý 2, tương ứng Biên LNG Q3/2024 đạt 34% (+0.4 đpt YoY, -4.8đpt QoQ);
- Luỹ kế 9T/2024: Doanh thu thuần và LNST-CĐTTS lần lượt đạt: 7,447 tỷ VND (+1% YoY) và 2,239 tỷ VND (-6% YoY);
- KQKD quý 3 của DGC thấp hơn so với ước tính cũ của BSC và chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu đến từ: (1) Giá bán bình quân của phốt pho vàng và axit phosphoric thấp hơn so với kỳ vọng của BSC là -7% và -5% và (2) Chi phí bán hàng tăng mạnh trong kỳ;

#### Cập nhật quan điểm đầu tư:

(1) Chúng tôi duy trì quan điểm như báo cáo cập nhật gần nhất rằng: nhu cầu hoá chất phục hồi, chủ yếu nhờ vào sản lượng trong bối cảnh giá bán phục hồi chậm hơn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh dự báo **tăng trưởng lợi nhuận ròng 2024F – 2025F** đạt **CAGR = 9%** (*thấp hơn so với mức 14% trong báo cáo trước đó*);

(2) Cập nhật tiến độ triển khai các dự án: Nghi Sơn – Đức Giang, Cồn Đại Việt;

#### RỦI RO (*tham khảo báo cáo gần nhất*)

- Rủi ro: giá bán và sản lượng phốt pho thấp hơn dự báo;
- Rủi ro pháp lý: sự cố môi trường tiềm ẩn; Rủi ro về chính sách thuế.

Chỉ số	2023	2024F	2025F	VNIndex	KQKD	2022	2023	2024F	2025
PE (x)	11.6	13.9	11.5	14.7	Doanh thu thuần	14,444	9,748	10,053	11,581
PB (x)	3.0	2.9	2.5	1.7	Lợi nhuận gộp	6,750	3,440	3,645	4,131
PS (x)	3.7	4.0	3.5	1.3	NPATMI	5,903	3,100	3,097	3,529
ROE (%)	38%	25%	24%	12%	EPS	13,774	7,673	8,156	9,293
ROA (%)	30%	20%	20%	2%	Tăng trưởng EPS	5%	-44%	6%	14%

## CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

### Cập nhật kết quả kinh doanh DGC quý 3 và 9T/2024

Tỷ đồng	Q3.24	%YoY	%QoQ	9T.24	9T.23	% YoY	Nhận xét
<b>DT thuần</b>	<b>2,558</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	<b>7,447</b>	<b>7,360</b>	<b>1%</b>	<b>Kết quả kinh doanh quý Q3/2024</b> - Doanh thu thuần đạt 2,558 tỷ VND, tăng +4% svck và tăng +2% so với quý 2; - Lợi nhuận gộp đạt 881 tỷ VND, tăng +5% svck tuy nhiên giảm -10% so với quý 2, tương ứng Biên LNG Q3/2024 đạt 34% (+0.4 đpt YoY, -4.8đpt QoQ); Theo ước tính, BSC cho rằng nguyên nhân chủ yếu do giá bán bình quân ước tính của phốt pho vàng và axít phosphoric giảm khoảng -5% so với quý 2; - Doanh thu tài chính trong kỳ đạt 151 tỷ VND, giảm -26% svck và tương đương quý 2 chủ yếu do lãi tiền gửi giảm; - Trong kỳ chi phí bán hàng tăng mạnh đạt 168 tỷ VND, tương ứng tăng +43% svck và tăng +44% so với quý 2, theo ước tính BSC cho rằng nguyên nhân đến từ chi phí vận chuyển và chi phí dịch vụ mua ngoài tăng lần lượt +159% svck và +45% so với quý 2; - Chi phí QLDN đạt 40 tỷ VND, tương đương cùng kỳ và quý 2; - Tổng kết lại, LNST-CĐTS DGC trong quý 2 đạt 706 tỷ tương ứng giảm -7% svck và giảm -18% so với quý 2; <b>Kết quả kinh doanh lũy kế 9T/2024:</b> Doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt: 7,447 tỷ VND (+1% YoY) và 2,239 tỷ VND (-6% YoY).
Giá vốn	(1,677)	3%	10%	(4,816)	(4,690)	3%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>881</b>	<b>5%</b>	<b>-10%</b>	<b>2,631</b>	<b>2,670</b>	<b>-1%</b>	
DT tài chính	151	-26%	-9%	481	549	-12%	
CP tài chính	(22)	1%	39%	(56)	(67)	-16%	
Lãi vay	(4)	-53%	-26%	(16)	(24)	-35%	
Lãi từ CTLK	-			-	-		
CP BH	(168)	43%	44%	(390)	(340)	15%	
CP QLDN	(40)	2%	-2%	(121)	(112)	8%	
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>802</b>	<b>-7%</b>	<b>-18%</b>	<b>2,545</b>	<b>2,700</b>	<b>-6%</b>	
TN khác, rỗng	(3)	195%	-75%	(15)	(2)	882%	
LNTT	800	-7%	-17%	2,535	2,698	-6%	
Thuế	62	2%	-28%	213	194	10%	
<b>LNST</b>	<b>738</b>	<b>-8%</b>	<b>-16%</b>	<b>2,322</b>	<b>2,505</b>	<b>-7%</b>	
CĐTS	32	-23%	64%	83	115	-28%	
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>706</b>	<b>-7%</b>	<b>-18%</b>	<b>2,239</b>	<b>2,389</b>	<b>-6%</b>	
<b>Chỉ số</b>							
Biên LNG	34%	+0.4đpt	-4.8đpt	35%	36%	-1.0đpt	
Biên LNR	28%	-3.3đpt	-6.8đpt	30%	32%	-2.4đpt	
SG&A/DT	8%	+1.8đpt	+1.9đpt	7%	6%	+0.7đpt	

Nguồn: DGC, BSC Research

### Đánh giá của BSC

- KQKD quý 3 của DGC thấp hơn so với ước tính của BSC và chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu đến từ:

**(1)** Giá bán bình quân của phốt pho vàng và axít phosphoric thấp hơn so với kỳ vọng của BSC là -7% và -5%;

**(2)** Chi phí bán hàng tăng mạnh trong kỳ chủ yếu do cước vận tải biển tăng mạnh (tăng +17% so với quý 2 và gấp 3 lần svck). Chúng tôi kỳ vọng cước vận tải biển 2025F sẽ ổn định quanh mức trung bình của năm 2024F, dẫn đến chi phí bán hàng của DGC trong năm 2025F được dự phóng tăng nhẹ, với mức tăng +4.3% YoY.

- Lũy kế 9T/2024, doanh thu thuần và LNST-CĐTS của DGC lần lượt hoàn thành 72% và 67% dự phóng cả năm 2024F của BSC, chúng tôi nhận thấy có rủi ro điều chỉnh giảm dự phóng LNST-CĐTS 2024F do giá bán bình quân một số sản phẩm chính thấp hơn dự phóng cũ.

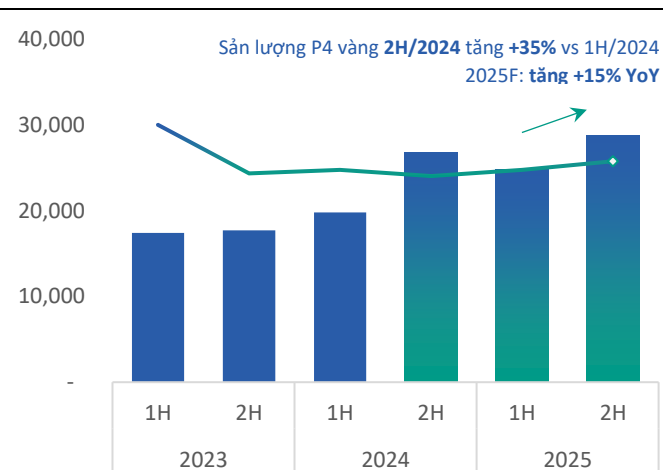
**Cập nhật quan điểm đầu tư** *(tham khảo báo cáo gần nhất)*

**(1)** Chúng tôi duy trì quan điểm như trong báo cáo cập nhật gần nhất rằng: nhu cầu hoá chất phục hồi, chủ yếu nhờ vào sản lượng trong bối cảnh giá bán phục hồi chậm hơn. Do đó, chúng tôi **điều chỉnh dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng 2024F – 2025F đạt CAGR = 9%**, thấp hơn so với mức 14% trong báo cáo trước đó.

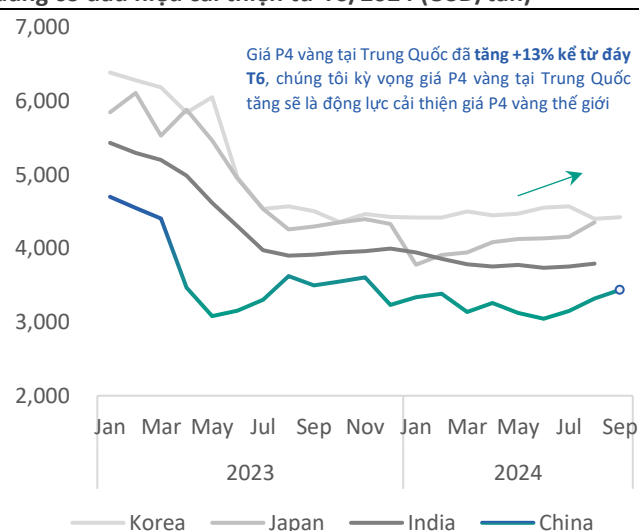
*(Chi tiết xem phần dự phóng kết quả kinh doanh 2024F – 2025F)*

**(1.1) Phốt pho vàng:** sản lượng tiêu thụ tăng mạnh trong khi giá bán tăng chậm hơn

Hình: Sản lượng tiêu thụ P4 vàng của DGC cải thiện (tấn)



Hình: Giá bán P4 vàng đi ngang trong 1H/2024 tuy nhiên đang có dấu hiệu cải thiện từ T6/2024 (USD/tấn)



Nguồn: DGC, BSC Research

Nguồn: BSC Research

Sản lượng tiêu thụ P4 vàng trong Q3/2024 đạt hơn 13 nghìn tấn, tăng mạnh +53% QoQ và tăng +47% so với cùng kỳ. Với triển vọng phục hồi của ngành hoá chất ([Tham khảo báo cáo ngành tại đây](#)), chúng tôi duy trì quan điểm như [báo cáo cập nhật gần nhất](#) rằng sản lượng tiêu thụ P4 vàng sẽ tiếp tục khả quan trong quý 4 và năm 2025 với mức tăng +15% YoY.

Giá bán P4 vàng có xu hướng đi ngang trong 6T/2024 nhưng đã tăng lại trong quý 3, với mức tăng +13% so với đáy tháng 6 tại Trung Quốc. Bình quân giá trong tháng 10–11/2024 tiếp tục tăng thêm +2% so với bình quân quý 3/2024 tại thị trường này.

Chúng tôi kỳ vọng đà tăng giá tại Trung Quốc sẽ hỗ trợ giá P4 vàng thế giới cải thiện nhẹ. Theo dự phóng, giá bán P4 vàng của DGC trong quý 4/2024 sẽ đi ngang so với quý 3 và tăng nhẹ trong 2025F với mức tăng dự kiến +4.3% YoY.

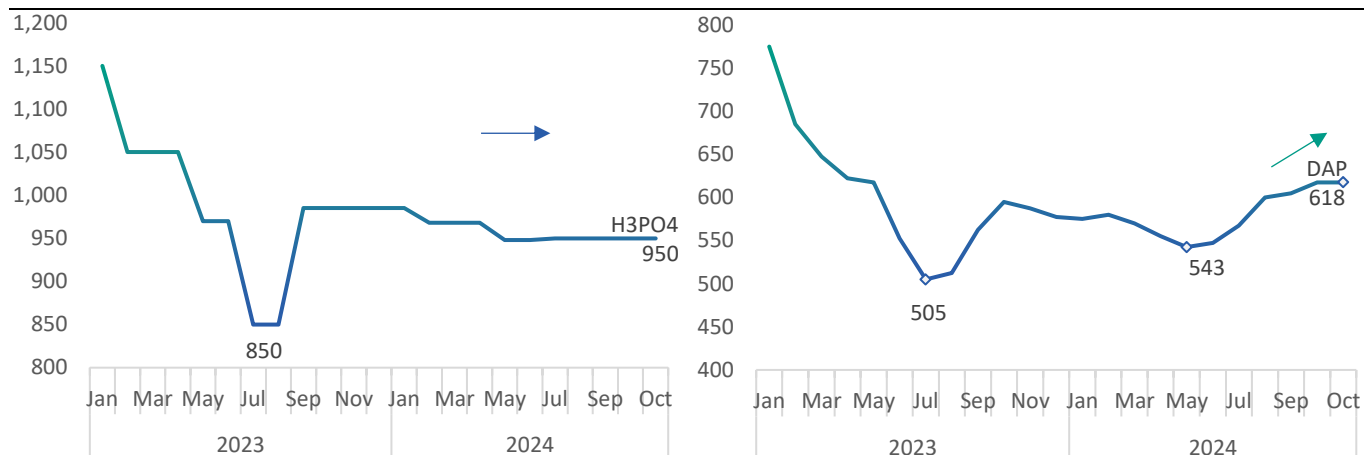
Hiện tại, chúng tôi chưa nhận thấy có động lực rõ ràng để thúc đẩy giá P4 vàng tăng trưởng mạnh mẽ và quay lại mức đỉnh cũ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá P4 vàng sẽ cải thiện từ từ, với biên độ tăng trưởng trong khoảng 4–5%. Tuy nhiên, nếu giá P4 vàng tăng mạnh hơn ước tính, điều này có thể mang lại mức tăng trưởng lợi nhuận vượt kỳ vọng cho DGC và tạo ra rủi ro tăng giá đối với các dự phóng hiện tại của chúng tôi.

**(1.2) Axit phosphoric:** Sản lượng tiêu thụ giảm do tăng cường sản xuất phốt pho vàng và phân bón

Với triển vọng phục hồi tích cực của mảng phốt pho vàng và nhu cầu phân bón phốt pho tiếp tục duy trì mức cao chúng tôi cho rằng DGC sẽ tối ưu sản xuất và tập trung vào 02 nhóm sản phẩm này vì vậy sản lượng tiêu thụ axit phosphoric sẽ giảm.

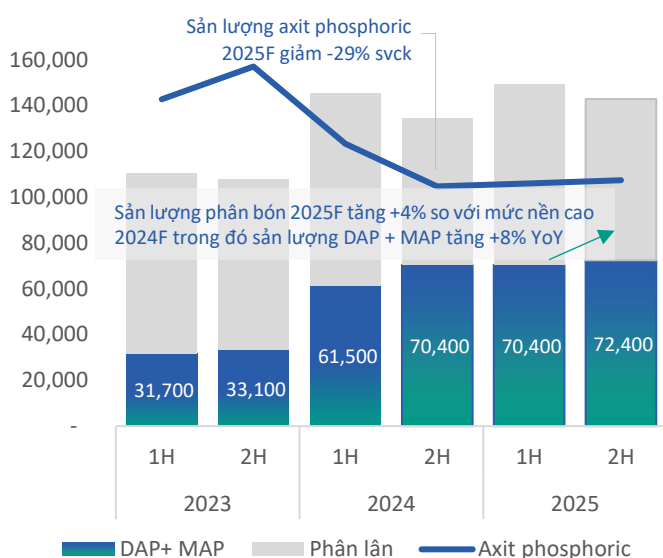
Trong năm 2025F, BSC dự phóng doanh thu mặng axit phosphoric và phân bón sẽ tương đương với cùng kỳ 2024, trong đó doanh thu mặng phân bón tăng +10% YoY bù đắp doanh thu mặng axit phosphoric giảm -13% YoY.

Hình: Giá axit phosphoric đi ngang trong 1H/2024 (USD/tấn) Hình: Giá DAP tăng +11% từ đáy tháng 5/2024 (USD/tấn)

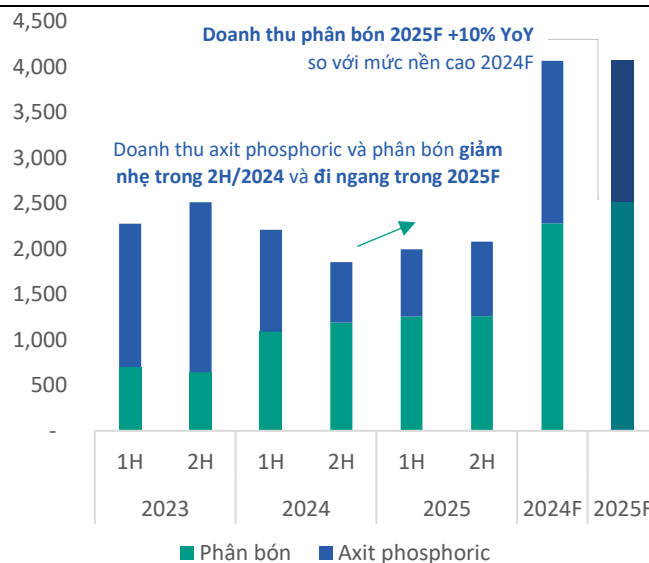


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Sản lượng tiêu thụ axit phosphoric giảm do đẩy mạnh sản xuất phân bón và phốt pho vàng (tấn)



Hình: Doanh thu axit phosphoric và phân bón giảm nhẹ trong 2H/2024 và đi ngang trong 2025F (Tỷ VND)



Nguồn: DGC, BSC Research

**(2) Cập nhật tiến độ triển khai các dự án: (2.1) Nghi Sơn – Đức Giang và (2.2) Cồn Đại Việt**

**(2.1) Tổ hợp dự án Nghi Sơn – Đức Giang ([tham khảo báo cáo gần nhất tại đây](#))**

DGC đã thông qua NQ HĐQT điều chỉnh tiến độ dự án Nghi Sơn – Đức Giang giai đoạn 1: dự án dự kiến khởi công trong Q4/2024 và dự kiến đi vào hoạt động trong Q1/2026.

**Cập nhật tiến độ hiện tại:** Dự án đã hoàn thành công tác GPMB và được cho thuê đất đợt 1 với diện tích 17.8ha và đã giải ngân 461.5 tỷ VND, hiện DGC đang hoàn thiện hồ sơ thủ tục theo quy định để có thể khởi công xây dựng trong tháng 12/2024.

BSC cho rằng với quyết tâm của ban lãnh đạo DGC cùng sự hỗ trợ của tỉnh Thanh Hoá, chúng tôi tin rằng dự án sẽ khởi công trong Q4/2024, hoàn tất theo tiến độ được đề ra và đi vào vận hành trong Q1/2026.

## (2.2) Dự án Cồn Đại Việt: kỳ vọng đạt 50% công suất trong năm 2025F

- Nhà máy có công suất 50,000 tấn/năm, với kịch bản công suất đạt 100% DGC dự kiến dự án Cồn Đại Việt sẽ đóng góp doanh thu 1,000 tỷ VND/năm và lợi nhuận ước tính đạt 100 tỷ VND/năm;
- Dự án đang trong quá trình chạy thử, dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2025;
- DGC tự tin về nguồn nguyên liệu đầu vào sẵn có tại địa phương đồng thời nhu cầu cồn công nghiệp dồi dào và dự án sẽ không gặp khó khăn trong quá trình tiêu thụ sản phẩm. BSC dự phóng dự án sẽ đạt 50% công suất trong 2025F và 100% công suất trong 2026F, tương ứng đóng góp doanh thu 500 tỷ VND và lợi nhuận 50 tỷ VND trong năm 2025F.

**Bảng: Thông tin một số nhà máy sản xuất cồn trong nước**

Tên nhà máy	Công suất (tấn/năm)	Vận hành	Công ty sở hữu	Địa điểm	Tình trạng hoạt động
Nhà máy Ethanol Đại Tân	100,000	2017	CT TNHH Tùng Lâm	Quảng Nam	Hoạt động
Nhà máy Cồn Đại Việt	50,000	2011	Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC)	Đắk Nông	Khởi động lại vào T11/2024
Nhà máy Ethanol Xuân Lộc	60,000	2008	CT TNHH Tùng Lâm	Đồng Nai	Hoạt động
Nhà máy Ethanol Bình Phước	100,000	2012	CT TNHH Phương Đông	Bình Phước	Dừng hoạt động
Nhà máy Ethanol Dung Quất	100,000	2012	CTCP Nhiên liệu Sinh học Dầu khí Miền Trung	Quảng Ngãi	Các dự án Nhà máy sản xuất nhiên liệu sinh học cung cấp cồn ethanol để pha chế xăng E5 do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam góp vốn đầu tư.
Nhà máy Ethanol Phú Thọ	100,000	Chưa hoàn thành	CTCP Hóa dầu và Nhiên liệu Sinh học Dầu khí (PVB)	Phú Thọ	

*Nguồn: BSC Research tổng hợp*

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024F – 2025F

Năm 2024, BSC dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt 10,053 tỷ VND (+3% YoY) và 3,097 tỷ VND tương đương cùng kỳ dựa trên các giả định:

- (1) Doanh thu P4 vàng tăng +19% YoY trong đó: sản lượng tiêu thụ tăng +33% bù đắp ASP giảm -10% YoY;
- (2) Doanh thu axit Phosphoric giảm -48% YoY chủ yếu do sản lượng kinh doanh axit giảm để chuyển đổi sang kinh doanh phân bón;
- (3) Doanh thu phân bón DAP và MAP tăng +117% YoY nhờ: ASP tăng 7% YoY và sản lượng tăng +103% YoY

Năm 2025, BSC dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế DGC đạt 11,581 tỷ VND (+15% YoY) và 3,529 tỷ VND (+14% YoY) dựa trên các giả định:

- (1) Doanh thu P4 vàng tăng +19% YoY nhờ: ASP và sản lượng lần lượt tăng +5% YoY và +15% YoY;
- (2) Doanh thu axit Phosphoric giảm -13% YoY chủ yếu do doanh thu WPA giảm để chuyển đổi sang kinh doanh phân bón;
- (3) Doanh thu phân bón DAP và MAP tăng +12% YoY nhờ: ASP tăng 3% YoY và sản lượng tăng +8%;
- (4) Dự án Cồn Đại Việt đi vào vận hành với công suất cả năm đạt 50% công suất thiết kế;

Sau khi cập nhật KQKD 9T/2024 chúng tôi đã **xem xét và điều chỉnh các giả định** so với [báo cáo cập nhật trước đó](#) như sau:

**2024F:** doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt giảm -3% và -7% so với báo cáo gần nhất, trong đó:

- **Mảng phốt pho vàng:** Tăng dự phóng sản lượng +10% nhờ nhu cầu tiêu thụ cải thiện tích cực, nhưng giảm dự phóng giá bán -4% do tốc độ phục hồi giá chậm hơn;
- **Mảng axit phosphoric:** giảm dự phóng sản lượng -27% do chuyển sang sản xuất phân bón và P4;
- **Mảng phân bón:** tăng dự phóng sản lượng +2% do nhu cầu phân bón chứa phốt pho tiếp tục cải thiện;

**2025F:** doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt giảm -1% và -7% so với báo cáo gần nhất, trong đó:

- **Mảng phốt pho vàng:** tăng dự phóng sản lượng +21% do nhu cầu cải thiện và mức nền thấp trong 1H/2024 và giảm dự phóng giá bán -5% so với báo cáo trước;
- **Mảng axit phosphoric:** giảm dự phóng sản lượng -34% chủ yếu là WPA nằm tăng sản lượng P4 và phân bón trong bối cảnh nhu cầu phân bón chưa phốt pho duy trì mức cao;
- **Mảng phân bón:** tăng dự phóng sản lượng +5% và giá bán bình quân không đổi;
- Bổ sung đóng góp từ dự án Cồn Đại Việt với giả định công suất đạt 50% tương ứng đóng góp 500 tỷ VND doanh thu và khoảng 50 tỷ VND LNTT.

**Bảng: Tóm tắt ước tính KQKD DGC 2024F – 2025F và thay đổi so với dự phóng cũ**

Đơn vị: Tỷ VND	2023	2024F cũ	2025F cũ	2024F mới	2025F mới	% thay đổi dự phóng 2024	% thay đổi dự phóng 2025	%YoY 2024F	%YoY 2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,761</b>	<b>10,338</b>	<b>11,662</b>	<b>10,053</b>	<b>11,571</b>	-3%	-1%	3%	15%
<i>Trong đó:</i>									
▪ DT Phốt pho vàng	3,692	4,164	4,591	4,402	5,247	6%	14%	19%	19%
▪ DT Axit Phosphoric (WPA và HPO)	3,441	2,121	2,356	1,785	1,554	-16%	-34%	-48%	-13%
▪ DT phân bón DAP và MAP	841	1,794	1,940	1,821	2,041	2%	5%	117%	12%

Nguồn: DGC, BSC Research

**Bảng: Dự phóng kết quả kinh doanh 2024F – 2025F**

	2023	2024F cũ	2025F cũ	2024F mới	2025F mới	%Thay đổi dự phóng 2024F	%Thay đổi dự phóng 2025F	%YoY 2024F	%YoY 2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,748</b>	<b>10,338</b>	<b>11,662</b>	<b>10,053</b>	<b>11,581</b>	-3%	-1%	3%	15%
Giá vốn hàng bán	-6,308	-6,515	-7,295	-6,407	-7,449	-2%	2%	2%	16%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,440</b>	<b>3,823</b>	<b>4,367</b>	<b>3,645</b>	<b>4,131</b>	-5%	-5%	6%	13%
<i>Biên LNG</i>	35%	37%	37%	36%	36%	-0.7bsp	-1.8bsp	+1.0bsp	-0.6bsp
Chi phí bán hàng	(436)	-520	-516	(520)	(516)	0%	0%	19%	-1%
<i>Chi phí BH/ DTT</i>	-4%	-5%	-4%	-5%	-4%	-0.2bsp	-0.0bsp	-0.7bsp	+0.7bsp
Chi phí QLDN	(159)	-163	-165	(163)	(165)	0%	0%	3%	1%
<i>Chi phí QLDN/ DTT</i>	-2%	-2%	-1%	-2%	-1%	+0.4bsp	-0.0bsp	+0.0bsp	+0.2bsp
Lợi nhuận trước thuế	3,488	3,762	4,317	3,519	4,010	-6%	-7%	1%	14%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3,100</b>	<b>3,324</b>	<b>3,814</b>	<b>3,097</b>	<b>3,529</b>	-7%	-7%	0%	14%
<i>Biên LN ròng</i>	32%	32%	33%	31%	30%	-1.2bsp	-2.2bsp	-1.0bsp	-0.3bsp
<b>EPS</b>	<b>7,673</b>	<b>8,753</b>	<b>10,043</b>	<b>8,156</b>	<b>9,293</b>	-7%	-7%	6%	14%

Nguồn: DGC, BSC Research

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

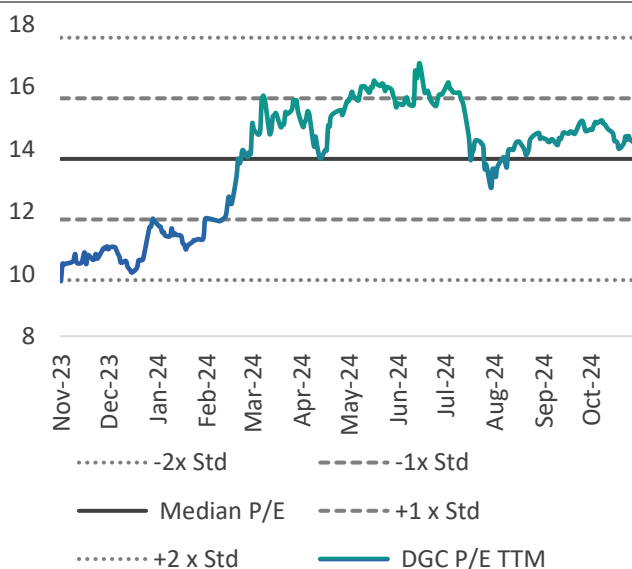
BSC khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu DGC với giá mục tiêu 2025F được điều chỉnh xuống **111,400 VND/CP** (Upside 8% so với giá đóng cửa ngày 25/11/2024, đã bao gồm 3% cổ tức). Giá mục tiêu mới giảm -15% so với dự báo trước đó, chủ yếu do: **(1)** điều chỉnh giảm -7% dự phóng lợi nhuận 2025F và **(2)** giảm -8% P/E mục tiêu 2025F xuống 11.x phản ánh triển vọng tăng trưởng lợi nhuận ròng thấp hơn trong 2024F – 2025F.

DGC đang giao dịch với P/E fw 2024F = 13.9x với EPS 2024F fw = 8,156 VND và PE FWD 2025 = 11.5x với EPS fw 2025F = 9,293 VND.

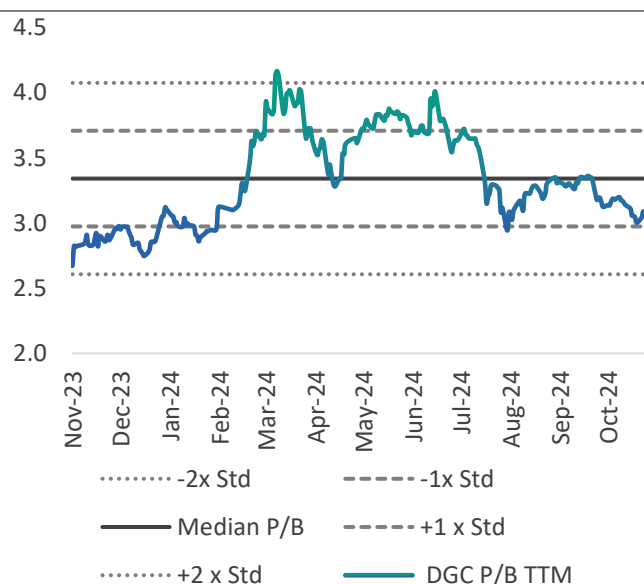
Mức P/E mục tiêu này đã tính đến rủi ro biến động giá hàng hóa đối với các sản phẩm chính của DGC, nhưng chưa phản ánh đầy đủ tiến độ dự án Nghi Sơn – Đức Giang. **Chúng tôi sẽ xem xét điều chỉnh P/E mục tiêu nếu tiến độ dự án Nghi Sơn – Đức Giang triển khai nhanh hơn dự kiến hoặc giá bán sản phẩm chính tăng mạnh hơn kỳ vọng.**

DGC hiện được đánh giá ở mức định giá hợp lý, và các đợt điều chỉnh giá cổ phiếu có thể là cơ hội tốt để tích lũy. Điểm rơi đầu tư dự kiến nằm trong nửa đầu năm 2025, khi nhà máy mới đi vào hoạt động trong năm 2026, cùng với kỳ vọng phục hồi kinh tế mạnh mẽ hơn.

Hình: Định giá PE

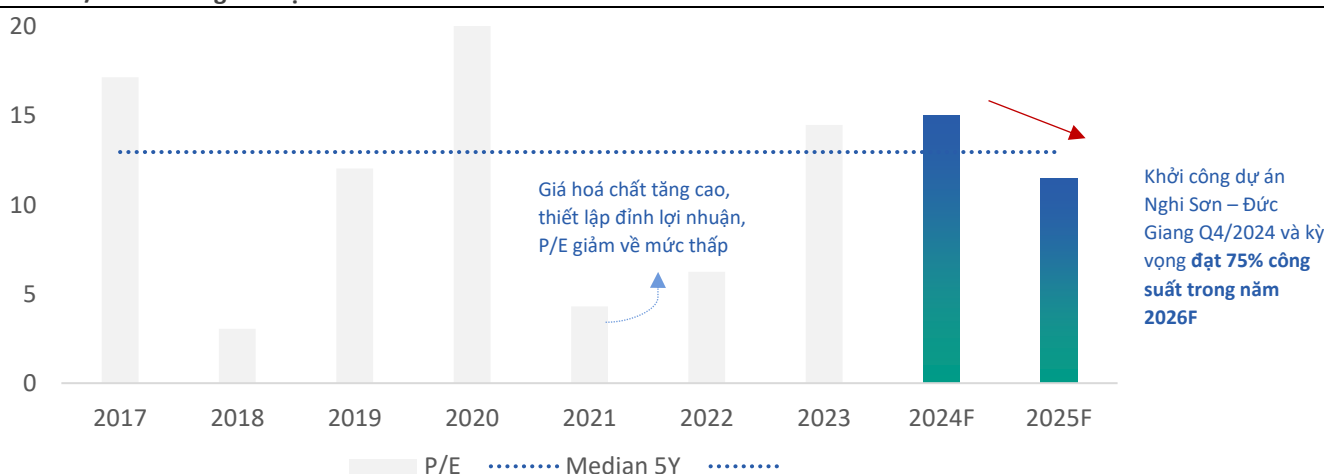


Hình: Định giá PB



Nguồn: BSC Research

Hình: P/E của DGC giai đoạn 2017 – 2025F



Nguồn: FiinX, BSC Research



## PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14,444</b>	<b>9,748</b>	<b>10,053</b>	<b>11,581</b>
Giá vốn hàng bán	(7,694)	(6,308)	(6,407)	(7,449)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6,750</b>	<b>3,440</b>	<b>3,645</b>	<b>4,131</b>
Chi phí bán hàng	(600)	(436)	(520)	(516)
Chi phí QLDN	(152)	(159)	(163)	(165)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>6,382</b>	<b>3,487</b>	<b>3,523</b>	<b>4,012</b>
Doanh thu tài chính	533	739	637	650
Chi phí tài chính	(150)	(98)	(76)	(88)
Chi phí lãi vay	(18)	(32)	(21)	(25)
LN từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(6)	1	(4)	(2)
LNTT	6,376	3,488	3,519	4,010
Thuế thu nhập DN	(339)	(490)	(303)	(345)
<b>LN sau thuế</b>	<b>6,037</b>	<b>3,241</b>	<b>3,217</b>	<b>3,665</b>
CĐTS	472	142	119	136
<b>LNST - CĐTS</b>	<b>5,565</b>	<b>3,100</b>	<b>3,097</b>	<b>3,529</b>
EBITDA	6,679	3,878	3,708	4,319
EPS	13,774	7,673	8,156	9,293

LCTT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(Lỗ)/LNST</b>	<b>6,376</b>	<b>3,485</b>	<b>3,519</b>	<b>4,010</b>
Khấu hao	285	358	358	358
Thay đổi VLĐ	6,363	3,250	3,902	4,396
Điều chỉnh khác	5,639	2,190	4,394	3,355
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	<b>5,937</b>	<b>2,784</b>	<b>4,369</b>	<b>3,327</b>
Tiền mua TSCĐ	(157)	(251)	(1,010)	(2,000)
Đầu tư khác	(7,232)	(9,667)	(8,407)	(8,874)
<b>LCTT từ HĐT</b>	<b>(3,828)</b>	<b>(2,338)</b>	<b>(1,204)</b>	<b>(2,076)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(411)	(1,774)	(1,139)	(1,139)
Tiền từ vay ròng	(371)	853	(559)	125
<b>LCTT từ HĐTC</b>	<b>(697)</b>	<b>(920)</b>	<b>(1,698)</b>	<b>(1,014)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	124	1,535	1,061	2,527
Tiền trong kì	1,412	(475)	1,467	236
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>1,535</b>	<b>1,061</b>	<b>2,527</b>	<b>2,764</b>

CĐKT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền & ĐĐT	1,535	1,061	2,527	2,764
Đầu tư ngắn hạn	7,471	9,342	8,407	8,874
Phải thu ngắn hạn	919	1,130	1,165	1,342
Tồn kho	1,000	855	868	1,010
TS ngắn hạn khác	60	80	55	64
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>10,985</b>	<b>12,467</b>	<b>13,023</b>	<b>14,054</b>
TS hữu hình	1,781	2,133	2,481	3,212
Khấu hao	(2,071)	(2,535)	(2,697)	(2,966)
TS dở dang dài hạn	234	225	225	225
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	376	669	623	673
<b>TS dài hạn</b>	<b>2,420</b>	<b>3,069</b>	<b>3,864</b>	<b>5,629</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>13,405</b>	<b>15,536</b>	<b>16,886</b>	<b>19,683</b>
Phải trả ngắn hạn	832	904	918	1,068
Vay ngắn hạn	468	1,328	769	894
Nợ ngắn hạn khác	1,272	1,261	1,281	1,489
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,571</b>	<b>3,493</b>	<b>2,968</b>	<b>3,451</b>
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	0	-	-
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>0.10</b>	<b>16.06</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng Nợ</b>	<b>2,572</b>	<b>3,509</b>	<b>2,968</b>	<b>3,451</b>
Vốn góp	3,798	3,798	3,798	3,798
Thặng dư vốn	1,787	1,787	1,787	1,787
LN chưa phân phối	5,084	5,989	7,451	9,277
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>Tổng VCSH</b>	<b>10,834</b>	<b>12,027</b>	<b>13,918</b>	<b>16,232</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>13,405</b>	<b>15,536</b>	<b>16,886</b>	<b>19,683</b>
SLCP lưu hành (triệu)	380	380	380	380

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hsố TT ngắn hạn	2.9	4.3	4.4	4.1
Hsố TT nhanh	1.9	3.5	3.7	3.4
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hsố Nợ/TTS	24%	19%	18%	18%
Hsố Nợ/VCSH	32%	24%	21%	21%
Số ngày HTK	54.6	52.4	49.1	46.0
Số ngày phải thu	26.4	14.5	26.5	25.1
Số ngày phải trả	18.4	19.7	10.9	10.2
CCC	62.6	47.1	64.6	60.9
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	47%	35%	36%	36%
LNST	42%	33%	32%	32%
ROE	65%	38%	25%	24%
ROA	51%	30%	20%	20%
<b>Định Giá</b>				
P/E	3.1	11.6	13.9	11.5
P/B	2.1	3.0	2.9	2.5
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	51%	-33%	3%	15%
Tăng trưởng EBIT	160%	141%	1%	14%
Tăng trưởng LNTT	142%	-45%	1%	14%
Tăng trưởng EPS	5%	-44%	6%	14%

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8,9 tòa Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, 9 Tòa President Place, Số 93 Đường  
Nguyễn Du, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

