

Mua vào (giữ nguyên)

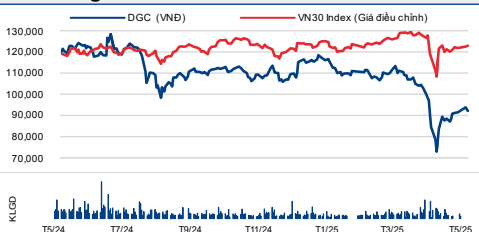
Giá mục tiêu: VNĐ128,800 (từ VNĐ133,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 39.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/5/2025)	92,100
Mã Bloomberg	DGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	73,100-128,307
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	93,067
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	34,978
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,347
Slg CP lưu hành (tr.đv)	380
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	186
Slg CP NN được mua (tr.đv)	129
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	15.2%
Tỷ lệ freefloat	60.9%
Cổ đông lớn	Đào Hữu Huyền (18.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	8.99	(17.1)	(22.8)
So với chỉ số	5.35	(16.1)	(25.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	8,481	8,608	(1.5)
2026F	10,198	10,231	(0.3)
2027F	11,128	11,711	(5.0)

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

Triển vọng tươi sáng với nhiều động lực tăng trưởng; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với DGC mặc dù giảm 3% giá mục tiêu xuống 128.800đ (tiềm năng tăng giá: 40%) sau khi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và đưa ra các giả định định giá mới.
- Chúng tôi giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 (cho thấy mức tăng trưởng 13% đạt 3.376 tỷ đồng), trong khi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 ở mức 4.061 tỷ đồng (tăng trưởng 20%). Dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 9% đạt 4.431 tỷ đồng, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14%.
- DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, thấp hơn một chút so với quân 3 năm ở mức 11,1 lần. Khả năng nhận được phê duyệt cho dự án BDS và bauxite, cũng như gia hạn được giấy phép thăm dò quặng apatit sẽ là những động lực tăng trưởng cho Công ty.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2025

DGC công bố KQKD Q1/2025 vững chắc và sát với dự báo, với lợi nhuận thuần tăng 20,3% so với cùng kỳ và tăng 8,0% so với quý trước đạt 809 tỷ đồng, đa phần nhờ nhu cầu P4 (phốt pho vàng) và phân bón cải thiện cộng với tỷ suất lợi nhuận cải thiện mạnh (nhờ giá bán tăng cao).

Đáng lưu ý, do thiếu nguyên liệu thô tại thị trường trong nước, Công ty đã chủ động giảm sản lượng tiêu thụ axit photphoric ướt/nhiệt (WPA/TPA) và tập trung nhiều hơn vào sản xuất phân bón và P4 trong quý. Để phản ánh điều này – và các xu hướng cơ bản – chúng tôi giảm giả định đối với các mảng kinh doanh này, từ đó điều chỉnh giảm nhẹ dự báo lợi nhuận cho năm 2025.

Tác động: Giảm 4% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhưng giữ nguyên năm 2026

HSC giảm nhẹ 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 3.376 tỷ đồng, tăng trưởng 13%, trong khi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 ở mức 4.061 tỷ đồng (tăng trưởng 20%). Cho năm 2027, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu, với lợi nhuận thuần đạt 4.431 tỷ đồng, tăng trưởng 9%, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14%.

Chúng tôi lưu ý rằng mô hình dự báo lợi nhuận chưa phản ánh các dự án BDS và bauxite tiềm năng. Do đó, bất kỳ tiến triển nào liên quan đến việc nhận được giấy chứng nhận đầu tư cho những dự án này sẽ dẫn đến rủi ro tăng định giá và dự báo lợi nhuận trong dài hạn của chúng tôi.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 1 tháng qua (mặc dù diễn biến tích cực hơn 6% so với chỉ số VN Index), DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 11,1 lần. Nhằm phản ánh tác động tiêu cực từ việc giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2025 và tăng giả định WACC lớn hơn tác động tích cực từ việc cập nhật k hạn định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2026, HSC giảm 3% giá mục tiêu đối với DGC xuống 128.800đ.

Với tiềm năng tăng giá 40% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào dựa trên triển vọng lợi nhuận tích cực. Ngoài ra, khả năng nhận được phê duyệt cho các dự án BDS và bauxite, cũng như được gia hạn giấy phép thăm dò quặng apatit sẽ là những động lực tăng trưởng cho Công ty trong thời gian tới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 8/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,214	3,200	3,619 ▼	4,393	4,668
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	3,110	2,987	3,376	4,061	4,431
EPS ĐC (đồng)	7,322	7,501	8,481	10,198	11,128
DPS (đồng)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	30,826	35,173	41,128	48,286	56,369
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.0	11.2	9.72	8.04	7.55
P/E ĐC (lần)	12.6	12.3	10.9	9.03	8.28
Lợi suất cổ tức (%)	3.26	3.26	3.26	3.26	3.26
P/B (lần)	2.99	2.62	2.24	1.91	1.63
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(48.8)	2.46	13.1	20.2	9.11
ROAE (%)	28.1	23.8	23.3	23.9	22.3

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

Tự tin đối với đà tăng trưởng dài hạn; Mua vào

Mặc dù giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (từ năm 2024) ở mức 14%, nhờ nhu cầu P4 và phân bón tăng cao, cũng như lợi nhuận đóng góp từ dự án Nghi Sơn (sản xuất xút và dẫn xuất clorua) từ năm 2026. Khả năng nhận được phê duyệt cho dự án bất động sản và bauxite, cũng như được gia hạn giấy phép thăm dò quặng apatit sẽ là những động lực tăng trưởng dài hạn cho Công ty. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với DGC với giá mục tiêu mới là 128.800đ (tiềm năng tăng giá 40%).

KQKD Q1/2025: Tích cực và sát với dự báo

DGC đã công bố KQKD Q1/2025 tích cực và sát với dự báo. Theo đó, doanh thu tăng 18% so với cùng kỳ và tăng 16% so với quý trước đạt 2.810 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 20% so với cùng kỳ và tăng 8% so với quý trước đạt 809 tỷ đồng.

Bảng 1: KQKD Q1/2025, DGC

Lợi nhuận thuần tăng 20% so với cùng kỳ và 8% so với quý trước, doanh thu tăng trưởng mạnh và tỷ suất lợi nhuận mở rộng so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q1/24	Q4/24	Q1/25	So với cùng kỳ	So với quý trước
Doanh thu	2,385	2,418	2,810	17.8%	16.2%
Lợi nhuận gộp	766	887	980	27.9%	10.6%
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>32.1%</i>	<i>36.7%</i>	<i>34.9%</i>	<i>+2.8 ppts</i>	<i>-1.8 ppts</i>
Lợi nhuận HĐ tài chính	147	156	149	1.4%	-4.4%
Chi phí BH&QL	145	174	152	4.3%	-12.6%
<i>Chi phí BH&QL/doanh thu</i>	<i>6.1%</i>	<i>7.2%</i>	<i>5.4%</i>	<i>-0.7 ppts</i>	<i>-1.8 ppts</i>
LNST	704	787	837	18.9%	6.3%
Lợi nhuận thuần	673	749	809	20.3%	8.0%
<i>Tỷ suất lợi nhuận thuần</i>	<i>28.2%</i>	<i>31.0%</i>	<i>28.8%</i>	<i>+0.6 ppts</i>	<i>-2.2 ppts</i>

Nguồn: DGC, HSC

Nhu cầu P4 và phân bón tăng mạnh, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu...

Doanh thu thuần Q1/2025 vững chắc, đa phần nhờ nhu cầu sản phẩm P4 và phân bón phục hồi tốt. Chi tiết như sau:

- **P4:** Doanh thu tăng 35% so với cùng kỳ và tăng 29% so với quý trước đạt 1.422 tỷ đồng trong Q1/2025 trên sản lượng tiêu thụ 14.301 tấn, tăng 29% so với cùng kỳ và tăng 25% so với quý trước. Giá bán bình quân ước tính tăng khoảng 5% so với cùng kỳ và tăng 3% so với quý trước lên 99,4 triệu đồng/tấn trong Q1/2025. P4 vẫn là sản phẩm có đóng góp lớn nhất vào doanh thu, với tỷ trọng tăng lên 50,6% trong Q1/2025 so với 44,1% và 45,4% lần lượt trong Q1/2024 và Q4/2024.
- **Phân bón:** Doanh thu tăng 30% so với cùng kỳ và tăng 24% so với quý trước đạt 724 tỷ đồng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 11% so với cùng kỳ và tăng 13% so với quý trước, cùng với giá bán bình quân ở tất cả các phân khúc sản phẩm đều tăng, từ supe lân đến DAP/MAP. Mức đóng góp của mảng phân bón vào doanh thu trong Q1/2025 dần cải thiện lên 25,7% so với 23,4% và 24,1% lần lượt trong Q1/2024 và Q4/2024.
- **Các sản phẩm khác như TPA và phụ gia thức ăn chăn nuôi:** Mức đóng góp vào doanh thu của những sản phẩm này giảm (Bảng 3, trang kế tiếp) do DGC tập trung ưu tiên những phân khúc sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao, nhất là trong bối cảnh thiếu nguyên liệu đầu vào.

Xét theo thị trường, xuất khẩu (chủ yếu là P4 và TPA) đóng góp 70% doanh thu của DGC, trong khi thị trường trong nước (bao gồm phân bón và các sản phẩm khác) vẫn đóng góp ở mức 30%. Cơ cấu thị trường đa phần không đổi khi so với cùng kỳ và so với quý trước (Bảng 4, trang tiếp theo).

... và lợi nhuận thuần, nhờ tỷ suất lợi nhuận mở rộng so với cùng kỳ

Lợi nhuận thuần Q1/2025 của DGC đạt 809 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ và tăng 8% so với quý trước nhờ doanh thu thuần tăng (sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân đều tăng) công với chi phí bán hàng & quản lý được quản lý hiệu quả hơn.

Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2025 cải thiện lên 34,9% so với mức 32,1% trong Q1/2024 (nhưng thấp hơn so với quý trước ở mức 36,7% trong Q4/2024). Chúng tôi dự báo giá bán bình quân P4 sẽ tăng 5% so với cùng kỳ và tăng 3% so với quý trước nhờ giá bán bình quân (tính bằng USD) tăng và tác động tích cực từ việc đồng USD tăng giá. Trong khi đó, giá bán bình quân của phân bón (đặc biệt là supe lân và MAP) được dự báo tăng bình quân 17% so với cùng kỳ và tăng 10% so với quý trước. Tỷ suất lợi nhuận cải thiện đa phần nhờ giá bán bình quân tăng mạnh. Trong khi đó, tình trạng thiếu hụt nguyên liệu đầu vào tại thị trường trong nước dẫn đến việc tăng cường nhập khẩu nguyên liệu với giá cao hơn. Điều này cho thấy tỷ suất lợi nhuận giảm nhẹ so với quý trước.

Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm xuống 5,4% trong Q1/2025, thấp hơn so với mức 6,1% trong Q1/2024 và 7,2% trong Q4/2024, chủ yếu nhờ quản lý chi phí hiệu quả hơn. Từ đó, chi phí bán hàng & quản lý tăng nhẹ 4% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu tăng 18% so với cùng kỳ. So với quý trước, chi phí bán hàng & quản lý giảm 13% (so với doanh thu tăng 16%).

Lợi nhuận HĐ tài chính đạt 149 tỷ đồng trong Q1/2025, tăng 1% so với cùng kỳ nhưng giảm 4% so với quý trước. Tính đến cuối Q1/2025, tiền mặt thuần của DGC ở mức 10,2 nghìn tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ và tăng 4% so với quý trước và dẫn đến tỷ lệ tiền mặt thuần/vốn CSH ở mức rất cao 71,3% so với 69,1% trong Q1/2024 (mặc dù giảm nhẹ từ mức 71,7% trong Q4/2024).

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm, DGC

P4 và phân bón dẫn đầu về tăng trưởng doanh thu

	Sản lượng tiêu thụ (tấn)					Giá trị (tỷ đồng)				
	Q1/24	Q4/24	Q1/25			Q1/24	Q4/24	Q1/25		
P4	11,122	11,406	14,301	28.6%	25.4%	1,051	1,098	1,422	35.3%	29.4%
TPA	16,787	12,418	8,817	-47.5%	-29.0%	418	321	239	-42.7%	-25.4%
WPA	0	0	0	n/a	n/a	0	0	0	n/a	n/a
Phân bón	73,451	72,452	81,717	11.3%	12.8%	559	584	724	29.6%	24.0%
Superphosphate	41,754	41,481	44,417	6.4%	7.1%	126	133	156	23.2%	17.0%
DAP	10,346	11,910	13,092	26.5%	9.9%	150	179	207	37.3%	15.7%
MAP	20,711	18,049	22,162	7.0%	22.8%	275	256	342	24.1%	33.6%
NPK	640	1,012	2,046	219.7%	102.2%	6	16	20	216.9%	20.8%
Phụ gia TACN	22,033	21,686	18,917	-14.1%	-12.8%	217	248	230	6.0%	-7.4%
Pin (Kwh)	104,657	117,906	106,321	1.6%	-9.8%	51	42	42	-16.1%	1.5%
Ethanol (96%) (lít)			2,992,395	n/a	n/a			54	n/a	n/a
Khác						90	125	100	10.1%	-20.4%
Tổng						2,385	2,418	2,811	17.8%	16.2%

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 3: Tỷ trọng doanh thu các dòng sản phẩm, DGC

Tỷ trọng doanh thu của P4 và phân bón tăng trong Q1/25

	Q1/24	Q4/24	Q1/25
P4	44.1%	45.4%	50.6%
Phân bón	23.4%	24.1%	25.7%
TPA	17.5%	13.3%	8.5%
Phụ gia TACN	9.1%	10.3%	8.2%
Khác	5.9%	6.9%	7.0%

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 4: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, DGC

Ổn định qua các quý

	Q1/24	Q4/24	Q1/25
Trong nước	31.4%	35.4%	30.1%
Xuất khẩu	68.6%	64.6%	69.9%

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 5: Dự báo mới, DGC

Hạ 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
		2024	2025	2026	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	9,865	10,098	13,012	16,486	11,390	13,088	14,499	-2.3%	-12.5%	-20.6%	15.5%	14.9%	10.8%
LNST	3,107	3,115	3,663	4,236	3,535	4,236	4,624	-0.2%	-3.5%	0.0%	13.8%	19.8%	9.2%
Lợi nhuận thuần	2,987	2,994	3,498	4,061	3,376	4,061	4,431	-0.2%	-3.5%	0.0%	13.1%	20.3%	9.1%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027

Cho năm 2025, HSC giảm nhẹ 4% dự báo lợi nhuận thuần xuống 3.376 tỷ đồng (tăng trưởng 13%) sau khi giảm giá định sản lượng tiêu thụ WPA và TPA nhưng tăng giá định tỷ suất lợi nhuận gộp, đa phần từ phân khúc sản phẩm P4 và phân bón. Mặc dù giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 ở mức 4.061 tỷ đồng, tăng trưởng 20% và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 9% đạt 4.431 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14%.

Các giả định chính như sau:

Bảng 6: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, DGC

Dự báo doanh thu thuần 3 năm tăng trưởng với CAGR là 13,7%

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
P4	4,252	5,348	5,092	5,455
TPA	1,508	1,187	1,332	1,465
WPA	265	0	287	396
Phân bón	2,296	2,612	2,862	3,016
Feed additives	945	1,042	1,127	1,218
Pin	181	229	259	294
Ethanol	0	470	671	782
Liquid CO2	0	64	92	108
Nhà máy Nghi Sơn	0	0	906	1,281
Khác	418	439	461	484
Doanh thu thuần	9,865	11,390	13,088	14,499

Nguồn: HSC

Bảng 7: Tỷ trọng doanh thu, DGC

P4 và phân bón đóng góp lớn nhất vào tỷ trọng doanh thu

	2024	2025F	2026F	2027F
P4	43.1%	47.0%	38.9%	37.6%
TPA	15.3%	10.4%	10.2%	10.1%
WPA	2.7%	0.0%	2.2%	2.7%
Phân bón	23.3%	22.9%	21.9%	20.8%
Phụ gia TACN	9.6%	9.1%	8.6%	8.4%
Pin	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
Ethanol	0.0%	4.1%	5.1%	5.4%
CO2 lỏng	0.0%	0.6%	0.7%	0.7%
Nhà máy Nghi Sơn	0.0%	0.0%	6.9%	8.8%
Khác	4.2%	3.9%	3.5%	3.3%
Doanh thu thuần	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Nguồn: DGC, HSC

Bảng 8: Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, DGC

Tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2025-2027 được dự báo sẽ ổn định ở mức 35%

	2024	2025F	2026F	2027F
P4	32.6%	33.1%	34.8%	33.4%
TPA (H3PO4 85%)	21.1%	22.5%	24.2%	22.5%
WPA 50%	45.5%	43.9%	47.1%	47.3%
Phân bón	48.9%	51.4%	57.8%	54.6%
Phụ gia TACN	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận gộp	35.0%	34.6%	35.8%	34.7%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Diễn biến tỷ suất lợi nhuận, DGC

Tỷ suất lợi nhuận thuần được dự báo sẽ cải thiện qua các năm

	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35.0%	34.6%	35.8%	34.7%
Tỷ suất LNTT	34.5%	34.5%	36.0%	35.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	30.3%	29.6%	31.0%	30.6%

Nguồn: HSC

- Chúng tôi giảm bình quân 15% dự báo doanh thu thuần năm 2025-2026 sau khi điều chỉnh giảm giá định về sản lượng tiêu thụ của sản phẩm WPA (giảm về 0 trong năm 2025 và giảm 67% trong năm 2026) và TPA (giảm 18%/28% trong năm 2025-2026) do DGC tập trung nhiều hơn vào sản xuất P4 và phân bón do thiếu hụt nguyên liệu đầu vào tại thị trường trong nước. Mặc dù vậy, chúng tôi dự báo doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 13,7%, dựa trên tác động tổng hợp từ việc tăng sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm hiện có cũng như bổ sung thêm các sản phẩm mới (dự án Nghi Sơn) từ nửa cuối năm 2026 trở đi trong khi chúng tôi tăng nhẹ 3-5% giá định giá bán bình quân trên mỗi sản phẩm cho năm nay và giữ nguyên giá định cho năm 2026-2027.
- Chúng tôi tăng giá định tỷ suất lợi nhuận gộp lên 34,6% từ mức 32,8% trước đó sau khi điều chỉnh tăng dự báo đối với phân khúc sản phẩm P4 và phân bón. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2026 lên 35,8% từ 33,4% trước đó. So với cùng kỳ, tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2026 cải thiện là nhờ nguồn cung quặng apatit trong nước tăng cao, hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm giá định tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu do công tác quản lý chi phí đối với hoạt động vận tải phục vụ xuất khẩu trong Q1/2025 hiệu quả hơn. Theo đó, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giai đoạn 2025-2027 sẽ đạt 6,2% từ mức 6,3% trong năm 2024 và mức giả định trước đó là 6,7%.

- HSC đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận HĐ tài chính lần lượt ở mức 702 tỷ đồng/847 tỷ đồng/1.077 tỷ đồng trong năm 2025/2026/2027, cao hơn so với mức 580 tỷ đồng được ghi nhận trong năm 2024, dựa trên giả định đồng USD tăng giá và lượng tiền mặt gửi ngân hàng tăng theo thời gian.
- Lưu ý rằng, HSC chưa phản ánh bất kỳ lợi nhuận đóng góp từ các dự án BĐS và bauxite, dự kiến sẽ sớm nhận được giấy phép đầu tư trong năm nay. Tuy nhiên, nếu được thông qua, những dự án này sẽ tạo ra rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo.
- Với giả định số lượng cổ phiếu đang lưu hành không đổi, EPS năm 2025/2026/2027 được dự báo đạt lần lượt 8.446đ/10.158đ/11.083đ so với mức 7.472đ trước đó.

Chính sách cổ tức tiền mặt

Nhờ có số dư tiền mặt thuần dồi dào ở mức 10,2 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q1/2025, HSC dự báo DGC sẽ giữ nguyên mức chi trả cổ tức 3.000đ/cp ít nhất cho năm 2025. Tuy nhiên, chính sách cổ tức của Công ty sau năm 2025 có thể sẽ bị ảnh hưởng từ nhu cầu vốn để tài trợ cho các dự án mới quan trọng, đáng chú ý là dự án bauxite cần hơn 2 tỷ USD. Từ đó, dự báo hiện tại của chúng tôi giả định DPS hằng năm sẽ ở mức 3.000đ/cp cho giai đoạn 2025-2027, tương ứng với mức lợi suất cổ tức 3,3%.

Tác động gián tiếp từ thuế 'đối ứng' đối với DGC

Do 60% doanh thu của DGC đến từ hoạt động xuất khẩu, chính sách thuế 'đối ứng' được dự báo sẽ có tác động gián tiếp lên HĐKD của Công ty như sau:

- Phần lớn sản phẩm xuất khẩu là P4, chủ yếu được sử dụng cho lĩnh vực bán dẫn và hiện không phải chịu thuế 'đối ứng'. Xét theo thị trường xuất khẩu, Nhật Bản đóng góp 40% sản lượng tiêu thụ P4 của DGC và 60% còn lại đến từ các nước khác như Hàn Quốc, UAE và thị trường Mỹ chỉ đóng góp chưa đến 2%. Do đó, tác động gián tiếp từ chính sách thuế quan còn hạn chế trong giai đoạn này.
- Thuế 'đối ứng' có thể tạo ra ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu thiết bị điện tử trên toàn cầu, từ đó làm giảm nhu cầu chip và tạo ra tác động gián tiếp đến nhu cầu P4. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng HĐKD tích hợp theo chiều dọc của DGC (bao gồm các mỏ apatit riêng và công nghệ độc đáo) cùng với giá điện thấp của Việt Nam sẽ mang lại cho Công ty vị thế thuận lợi hơn so với các đối thủ cạnh tranh trên thị trường P4 nhờ có chất lượng vượt trội và giá bán cạnh tranh.
- Với danh mục sản phẩm đa dạng, DGC có thể điều chỉnh hoạt động sản xuất có tính chiến lược để ứng phó với những biến động về nhu cầu, qua đó tối đa hóa lợi nhuận. Theo quan điểm của chúng tôi sự linh hoạt vốn có này cùng lượng tiền mặt dồi dào có thể giúp DGC giảm thiểu tác động tiêu cực của thuế 'đối ứng'.

Giảm 3% giá mục tiêu xuống 128.800đ; duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2025 và đưa ra các giả định định giá mới, HSC giảm nhẹ 3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 128.800đ (tiềm năng tăng giá 40%).

Chi tiết về các giả định định giá như sau:

- Các giả định khác được giữ nguyên, với lãi suất phi rủi ro 4%, hệ số beta 1,5 lần và chi phí nợ trước thuế 4%. Tuy nhiên, chúng tôi áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (từ 7,5% trước đó) để phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ. Dựa trên những thông tin này, giả định WACC mới là 16,5% (từ 14,7% trước đó).

Bảng 10: Tính toán WACC 1, DGC

Chi phí vốn CSH tăng lên 17,1% từ mức 15,3% do phần bù rủi ro vốn CSH tăng

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.5
Chi phí vốn CSH	17.1%
Tính toán chi phí nợ	4.0%
Chi phí nợ	12.1%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	3.5%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán WACC 2, DGC

WACC điều chỉnh tăng từ 14,7% lên 16,5%

	Value
Vốn CSH/Tổng nguồn vốn	96%
Nợ/ Tổng nguồn vốn	4%
WACC	16.5%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán FCFF, DGC

Dòng tiền được cải thiện từ năm 2026 khi kết thúc đầu tư nhà máy Nghi Sơn

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	2,987	3,376	4,061	4,431	4,680
+ Lãi vay * (1-thuế suất)	20	20	19	20	26
+ Khấu hao	368	379	519	533	549
- Thay đổi vốn lưu động	956	(794)	(79)	(336)	162
- Đầu tư cơ bản (đầu tư tài sản cố định)	(522)	(1,040)	(1,100)	(56)	(220)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	3,809	1,942	3,420	4,593	5,197

Nguồn: HSC

- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% (không đổi).
- Kỳ định giá được cập nhật thêm 6 tháng đến giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bảng 13: Định giá DCF, DGC

Giá mục tiêu mới của DGC là 128.800đ (tiềm năng tăng giá: 40%)

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	1,942	3,420	4,593	5,197
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)				2.0%
Giá trị dài hạn				36,492
Dòng tiền tương lai	1,942	3,420	4,593	41,689
Giá trị hiện tại	1,942	3,420	3,941	30,702
Giá trị của doanh nghiệp		38,063		
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2028		11,189		
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		26,874		
- Tổng nợ		(840)		
+ Tiền mặt, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn		15,570		
Giá trị vốn CSH		52,794		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)		379,779,286		
Giá trị hợp lý/CP đến cuối năm 2026 (đồng)		139,012		
Giá trị hợp lý/CP đến giữa năm 2026 (đồng)		128,777		
Thị giá		92,100		
Tiềm năng tăng giá		39.9%		

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy (đồng), DGC

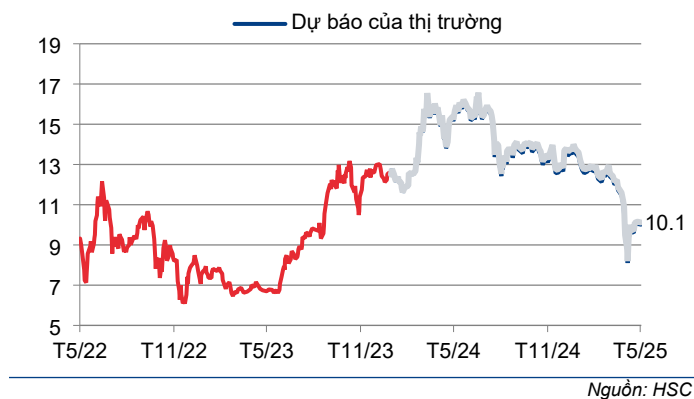
Giá mục tiêu tính toán dựa trên lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%	129,782	126,777	123,954	121,296	118,788
	1.5%	132,468	129,277	126,285	123,474	120,828
	2.0%	135,352	131,955	128,777	125,798	122,999
	2.5%	138,457	134,830	131,447	128,282	125,316
	3.0%	141,809	137,926	134,314	130,943	127,792

Nguồn: HSC

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

DGC hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần ...



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

... thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 11,1 lần



Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 1 tháng qua, DGC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 11,1 lần. Với triển vọng tươi sáng và nhiều động lực tăng trưởng tích cực trong thời gian tới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với DGC với giá mục tiêu 128.800đ (tiềm năng tăng giá: 40%).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	9,748	9,865	11,390	13,088	14,499
Lợi nhuận gộp	3,437	3,449	3,946	4,690	5,033
Chi phí BH&QL	(581)	(618)	(706)	(815)	(899)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,856	2,832	3,240	3,875	4,134
Lãi vay thuần	641	580	702	847	1,077
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	(1.38)	(11.6)	(13.3)	(15.3)	(17.0)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	3,495	3,400	3,928	4,706	5,195
Chi phí thuế TNDN	(243)	(293)	(393)	(471)	(571)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(142)	(121)	(159)	(175)	(193)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	3,110	2,987	3,376	4,061	4,431
Lợi nhuận thuần ĐC	2,781	2,849	3,221	3,873	4,226
EBITDA ĐC	3,214	3,200	3,619	4,393	4,668
EPS (đồng)	8,190	7,864	8,891	10,693	11,666
EPS ĐC (đồng)	7,322	7,501	8,481	10,198	11,128
DPS (đồng)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	380	380	380	380	380
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	380	380	380	380	380
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	380	380	380	380	380

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,061	116	676	500	672
Đầu tư ngắn hạn	9,342	10,570	12,570	15,070	19,070
Phải thu khách hàng	1,130	980	1,196	1,440	1,595
Hàng tồn kho	855	985	968	1,092	1,231
Các tài sản ngắn hạn khác	79.7	50.1	114	131	145
Tổng tài sản ngắn hạn	12,467	12,701	15,524	18,233	22,713
TSCĐ hữu hình	2,331	2,314	2,961	3,542	3,065
TSCĐ vô hình	352	343	334	325	317
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	420	431	417	428	440
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	31.2	32.5	34.1	35.8	37.6
Tổng tài sản dài hạn	3,134	3,121	3,746	4,332	3,859
Tổng cộng tài sản	15,601	15,821	19,270	22,564	26,571
Nợ ngắn hạn	1,328	865	893	840	947
Phải trả người bán	190	313	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	1,833	620	2,182	2,629	3,258
Tổng nợ ngắn hạn	3,493	2,053	3,075	3,468	4,205
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	70.0	66.6	73.3	80.6	88.7
Nợ dài hạn khác	0.27	0.28	0.29	0.30	0.31
Tổng nợ dài hạn	70.3	66.9	73.6	80.9	89.0
Tổng nợ phải trả	3,563	2,120	3,149	3,549	4,294
Vốn chủ sở hữu	11,707	13,358	15,619	18,338	21,408
Lợi ích cổ đông thiểu số	330	343	502	677	870
Tổng vốn chủ sở hữu	12,037	13,701	16,121	19,015	22,277
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,601	15,821	19,270	22,564	26,571
BVPS (đ)	30,826	35,173	41,128	48,286	56,369
Nợ thuần*/(tiền mặt)	267	749	217	340	275

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,856	2,832	3,240	3,875	4,134
Khấu hao	(358)	(368)	(379)	(519)	(533)
Lãi vay thuần	641	580	702	847	1,077
Thuế TNDN đã nộp	(265)	(243)	(393)	(471)	(571)
Thay đổi vốn lưu động	(201)	112	822	(111)	129
Khác	14.1	28.9	(13.3)	(15.3)	(17.0)
LCT thuần từ HKKD	2,794	3,119	4,057	3,818	4,230
Đầu tư TS dài hạn	(251)	(522)	(1,040)	(1,100)	(55.6)
Góp vốn & đầu tư	(9,182)	(9,166)	(1,346)	(1,701)	(2,970)
Thanh lý	7,094	8,535	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(2,338)	(1,152)	(2,386)	(2,801)	(3,026)
Cổ tức trả cho CSH	(1,774)	(2,445)	(1,139)	(1,139)	(1,139)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	853	(468)	28.7	(53.5)	107
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(920)	(2,912)	(1,111)	(1,193)	(1,033)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,535	1,061	116	676	500
LCT thuần trong kỳ	(465)	(945)	560	(176)	172
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.00	0.25	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,061	116	676	500	672
Dòng tiền tự do	2,543	2,597	3,017	2,718	4,175

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	35.3	35.0	34.6	35.8	34.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	33.0	32.4	31.8	33.6	32.2
Tỷ suất LNT (%)	31.9	30.3	29.6	31.0	30.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	6.96	8.61	10.0	10.00	11.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(32.5)	1.20	15.5	14.9	10.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(48.9)	(0.43)	13.1	21.4	6.25
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(48.8)	2.46	13.1	20.2	9.11
Tăng trưởng EPS (%)	(44.1)	(3.98)	13.1	20.3	9.11
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(48.8)	2.46	13.1	20.2	9.11
Tăng trưởng DPS (%)	(25.0)	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	36.6	38.1	33.7	28.1	25.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.1	23.8	23.3	23.9	22.3
ROACE (%)	24.9	21.9	21.6	22.0	19.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.67	0.63	0.65	0.63	0.59
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.98	1.10	1.25	0.99	1.02
Số ngày tồn kho	49.4	56.0	47.5	47.5	47.5
Số ngày phải thu	65.3	55.7	58.6	62.6	61.5
Số ngày phải trả	11.0	17.8	0	0	0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	2.81	6.15	1.39	1.85	1.28
Nợ/tài sản (%)	8.91	5.92	4.64	3.72	3.56
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.43	0.29	0.25	0.19	0.20
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.57	6.19	5.05	5.26	5.40
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.62	3.62	3.09	2.70	2.43
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.0	11.2	9.72	8.04	7.55
P/E (lần)	11.2	11.7	10.4	8.61	7.89
P/E ĐC (lần)	12.6	12.3	10.9	9.03	8.28
P/B (lần)	2.99	2.62	2.24	1.91	1.63
Lợi suất cổ tức (%)	3.26	3.26	3.26	3.26	3.26

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) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
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