

Ngành Hóa chất

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2025

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **118.300**

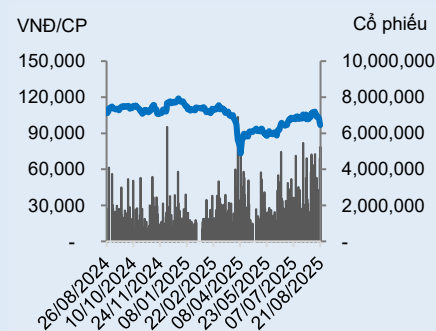
Giá thị trường (21/08/2025) 96.700

Lợi nhuận kỳ vọng +22,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	73.100-119.000
Vốn hóa	36.725 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	379.778.413
KLGD bình quân 10 ngày	3.654.050
% sở hữu nước ngoài	14,04%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,1%
Beta	1,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DGC	-17,1%	-8,1%	7,6%	-14,7%
VN-Index	32,9%	10,2%	26,7%	28,9%

Chuyên viên phân tích

Tôn Nữ Nhật Minh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

minhtnn@bvsc.com.vn

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

Mã giao dịch: DGC

Reuters: DGC.HM

Bloomberg: DGC VN

Định giá hấp dẫn

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 2.2025 của DGC. DGC ghi nhận kết quả kinh doanh quý 2 đạt 2.894 tỷ đồng (+15,6%YoY), động lực tăng trưởng chính đến từ mảng P4 và phân lân tăng mạnh về cả sản lượng và giá bán. Biên lợi nhuận đạt 33,9%, giảm 5,3 điểm phần trăm so với cùng kỳ do giá quặng đầu vào tăng trong bối cảnh thiếu nguồn quặng apatit. Thu nhập tài chính giảm 6%YoY. Tỷ trọng chi phí hoạt động/DTT trong quý 2 ở mức 4,4%, giảm 2,4 điểm phần trăm, chủ yếu do chi phí vận chuyển giảm. Cuối kỳ, LNST đạt ~853,5 tỷ (+1,3%YoY).

Điểm nhấn đầu tư

Mảng Phốt pho vàng sẽ phục hồi về cả sản lượng và giá bán trong 2025.

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm mảng xuất khẩu P4 có độ tinh khiết cao của DGC sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong 2025 nhờ nhu cầu sản xuất chips gia tăng trở lại. Ngoài ra, nhu cầu P4 kém tinh khiết cũng tăng vì nhu cầu phân bón ở Ấn Độ tăng mạnh trong năm nay. Từ năm 2025, DGC tăng tỷ trọng doanh thu P4 dùng cho sản xuất chips vì giá P4 tinh khiết cao hơn khoảng 10-15% so với P4 kém tinh khiết. Nhu cầu sản xuất bán dẫn tăng sẽ giúp giá P4 phục hồi, BVSC ước tính giá P4 xuất khẩu của DGC trong 2025 ở mức 4.000–4.100 USD/tấn (tăng 5-7%YoY).

Tăng tỷ lệ tự chủ nhờ mở rộng khai thác khai trường 25.

Khai trường 25 sẽ hết hạn trong năm nay, vì vậy Công ty đã xin gia hạn khai thác, đồng thời xin phép có thể khai thác xuống sâu hơn và mở rộng thêm 11 hecta tại khai trường này. Giấy tờ hồ sơ mở rộng khai trường 25 đã đến những bước cuối cùng, dự kiến trong quý 4 năm nay DGC sẽ bắt đầu khai thác mở rộng.

Dự án Đức Giang – Nghi Sơn.

Dự kiến bắt đầu đi vào hoạt động từ quý 1.2026, chậm nhất là quý 2.2026, các sản phẩm chính là Xút và các chất dẫn xuất Cl₂. Ban lãnh đạo DGC nhận định hiện nay nhu cầu Xút ngày càng tăng, tuy nhiên các sản phẩm dẫn xuất Cl₂ lại hơi khó tiêu thụ, Công ty sẽ phải bán sản phẩm ở mức giá cạnh tranh với các công ty của Vinachem và tận dụng Cl₂ để tiên phong sản xuất PCl₃. Ước tính lợi nhuận mảng Xút của dự án Nghi Sơn khoảng 20%.

Định giá và khuyến nghị.

Chúng tôi dự phóng DTT và LNST Cổ đông công ty mẹ của DGC trong 2025 lần lượt 11.532 tỷ đồng (+16,9%YoY) và 3.468 tỷ đồng (+16,1%YoY) nhờ mảng P4 và phân lân là động lực tăng trưởng chính và kỳ vọng nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào từ cuối năm. Bước sang 2026, ước tính doanh thu và LNST tăng lần lượt 22% và 17,4% so với 2025 nhờ các mảng kinh doanh cốt lõi duy trì mức tăng trưởng dương và sự đóng góp mới từ dự án Nghi Sơn. Chúng tôi định giá cổ phiếu DGC với giá mục tiêu **118.300 đồng/cổ phiếu** (với upside +22,3% so với mức giá hiện tại), tương đương mức P/E giai đoạn 2025-2026 của DGC ~12x – tương đương mức P/E trung bình 5 năm. BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu DGC cho một năm tới.

Nhận định thị trường hóa chất và phân bón 2025

PHÓT PHO VÀNG:

Giá P4 của Trung Quốc trong 6 tháng đầu năm chỉ tăng hơn 2% so với cùng kỳ do (1) tồn kho tại các nhà sản xuất và thương nhân vẫn ở mức cao khiến nhu cầu mua thêm chậm lại; và (2) nhu cầu hạ nguồn như phân bón và công nghiệp hóa chất tại quốc gia này vẫn còn trầm lắng.

Trong khi đó, giá P4 xuất khẩu của DGC tăng hơn 5% so với cùng kỳ, chúng tôi nhận định giá P4 xuất khẩu của DGC diễn biến ổn định hơn giá P4 của Trung Quốc và duy trì mức tăng trưởng tốt hơn do (1) nguyên liệu đầu vào quặng apatit đầu vào tăng trong bối cảnh tình trạng thiếu quặng ở Việt Nam chưa được giải quyết; (2) giá điện tăng (chi phí điện chiếm hơn 40% chi phí sản xuất P4); và (3) DGC đang cơ cấu lại tập khách hàng, đẩy mạnh xuất khẩu P4 tinh khiết cho các khách hàng sản xuất chất bán dẫn với giá bán cao.

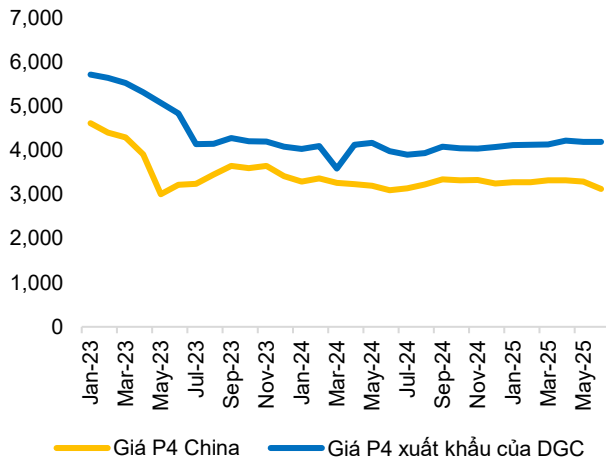
Ban lãnh đạo DGC cho biết nhu cầu P4 trên thị trường đang có xu hướng gia tăng trở lại từ cuối năm 2024 cho đến nay do nhu cầu sản xuất chips tăng và lượng hàng tồn kho của các khách hàng đã dần cạn kiệt, đặc biệt là các khách hàng lớn tại khu vực Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan. Sản lượng xuất khẩu P4 trong 6 tháng đầu năm 2025 dao động từ ~4.000–5.000 tấn/tháng (tăng từ 15%-30% so với cùng kỳ). Công ty đang đẩy mạnh xuất P4 tinh khiết qua các thị trường lớn thay cho Ấn Độ vì giá bán cao, đơn cử như hiện tại giá xuất qua Nhật là 4.300 USD/tấn trong khi giá bán tại Ấn chỉ ở mức 3.800 USD/tấn.

Trong trung và dài hạn, với kỳ vọng thị trường chất bán dẫn tăng trưởng hai chữ số, DGC sẽ tăng tỷ trọng doanh thu P4 dùng cho sản xuất chips lên 70%-80% từ mức hiện tại là hơn 50%. Ngoài ra, việc ký kết các hiệp định FTA với Nhật và EU theo lộ trình tới 2027-2028 về mức thuế xuất khẩu P4 là 0% sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho DGC xuất khẩu sang các quốc gia này.

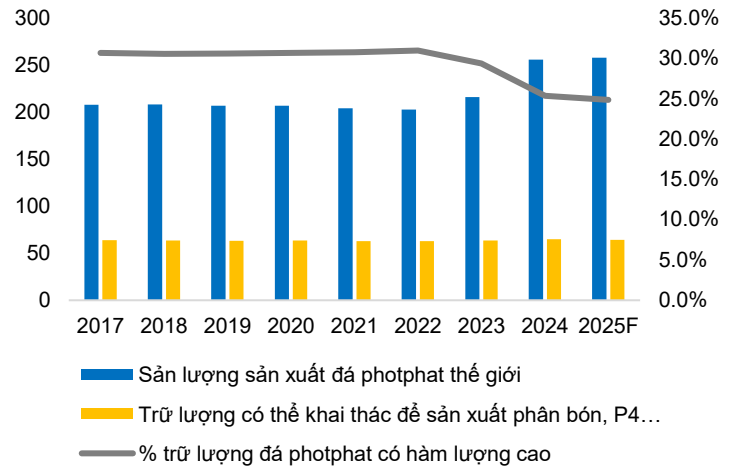
Tuy nhiên, sự kiện Chính phủ tăng thuế xuất khẩu sản phẩm P4 từ 5% lên mức 10% từ ngày 01/01/2026 và tiếp tục tăng lên thành 15% từ ngày 01/01/2027, điều này ảnh hưởng khá tiêu cực tới DGC trong ngắn hạn, nhất là sản lượng xuất khẩu qua thị trường Ấn Độ - thị trường này chiếm 25-35% tổng sản lượng xuất khẩu P4 vì Công ty xuất khẩu P4 kém tinh khiết qua thị trường này với giá bán trung bình khoảng ~3.800 USD/tấn, Ấn Độ hoàn toàn có khả năng thay thế nhà cung cấp khác như Kazakhstan để nhập khẩu P4 kém tinh khiết phục vụ cho sản xuất phân bón. Để ứng phó với việc tăng thuế xuất khẩu, DGC có thể đàm phán chia sẻ chi phí với các khách hàng hiện tại, tìm tập khách hàng mới, hoặc chuyển hướng xuất khẩu các sản phẩm hạ nguồn của P4 (như axit photphoric thực phẩm, PCl_3 ,...).

Báo cáo cập nhật DGC

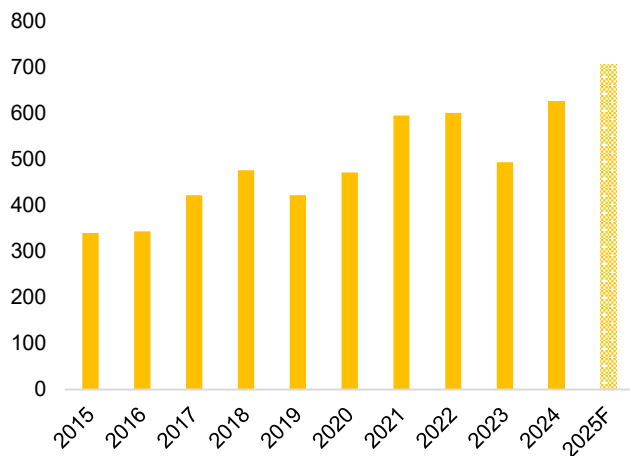
Biến động giá P4 của Trung Quốc và giá P4 xuất khẩu của DGC
(đơn vị: USD/tấn)



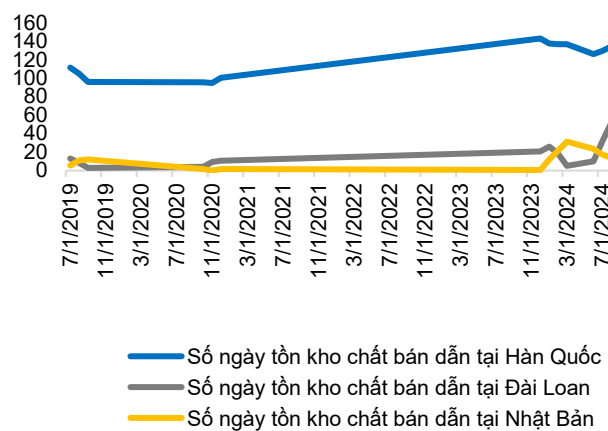
Trữ lượng khai thác đá Photphat có hàm lượng P2O5 cao đang giảm dần
(đơn vị: triệu tấn)



Doanh thu chất bán dẫn giai đoạn 2015-2025
(đơn vị: tỷ USD)



Số ngày tồn kho bán dẫn của một số quốc gia
(đơn vị: ngày)



Nguồn: Sunsirs, Bloomberg, TCHQ, Semiconductor Industry Association

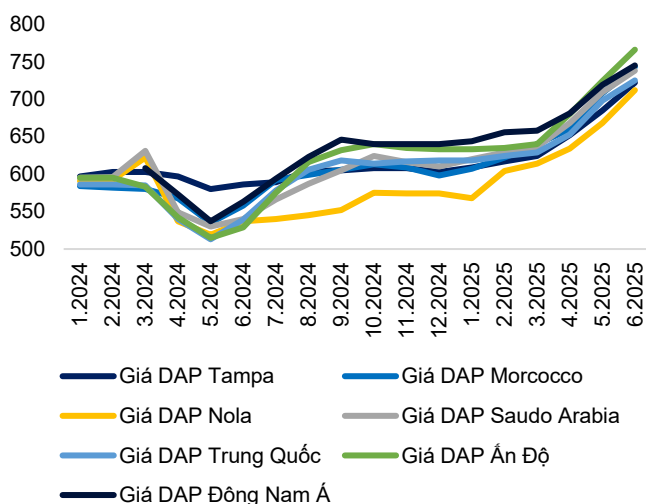
PHÂN DẠP:

Giá DAP bật tăng mạnh nhất trong các dòng phân bón. Theo Indexmundi, thị trường DAP toàn cầu ghi nhận đà tăng giá đáng kể từ mức 580 USD/tấn trong tháng 1 lên 715 USD/tấn trong tháng 6, nguyên nhân chính đến từ tình trạng cung ứng hạn chế trong khi nhu cầu nhập khẩu vẫn ở mức cao. Cụ thể, trong quý 1, hàng loạt hợp đồng lớn với Ấn Độ và Ethiopia đã kích thích nhu cầu, song việc Trung Quốc tạm ngừng xuất khẩu khiến các nhà nhập khẩu buộc phải tìm nguồn thay thế từ Ma-rốc và Ả Rập Saudi nhưng chưa đạt khối lượng lớn. Bước sang quý 2, giá leo thang mạnh hơn nhờ nhu cầu mùa vụ và nguồn cung tiếp tục hạn hẹp, giá phục hồi lên mức cuối năm 2022 tại nhiều thị trường chính do Trung Quốc chưa đẩy mạnh xuất khẩu trở lại, đồng thời Nga và Jordan giảm sản lượng vì bảo dưỡng trong khi nhu cầu từ Ấn Độ, Bangladesh và ASEAN duy trì cao.

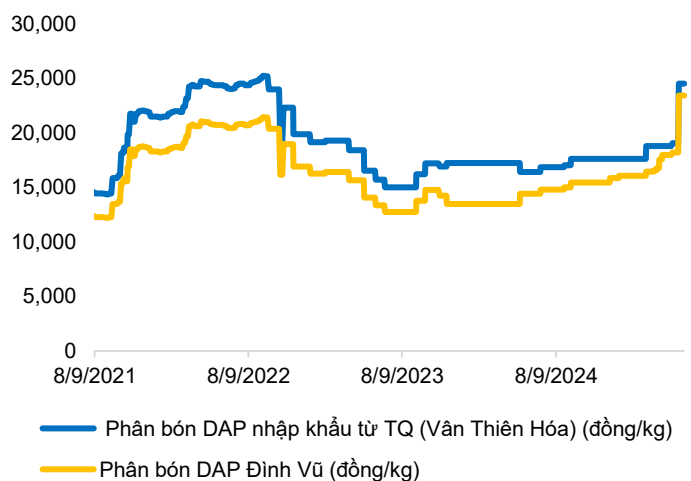
Dự báo giá DAP trong 2H2025. BVSC dự báo giá DAP thế giới bình quân trong 6 tháng cuối năm 2025 khoảng 740-750 USD/tấn trong 2H2025, diễn biến giá dự báo có thể tiếp tục tăng trong quý 3 và duy trì ở mức cao trong quý 4/2025 do Trung Quốc siết xuất khẩu và Ấn Độ đẩy mạnh nhập khẩu, tình trạng thiếu nguồn cung cùng chi phí vận chuyển gia tăng tiếp tục tạo áp lực lên thị trường.

Giá DAP nội địa trong 2H2025 sẽ diễn biến neo theo giá thế giới, tuy nhiên sẽ ở mức tăng chậm hơn do chịu áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu. Giá DAP dự kiến dao động trong khoảng 19.000–21.000 đồng/kg, có thể vượt 22.000 đồng/kg tại một số khu vực như Đồng Bằng Sông Cửu Long và Tây Nguyên – nơi nhu cầu tăng mạnh vào vụ Thu Đông.

Giá DAP của một số quốc gia trên thế giới
(đơn vị: USD/tấn)



Giá phân DAP nội địa chịu áp lực cạnh tranh với giá DAP nhập khẩu
(đơn vị: đồng/kg)



Nguồn: Agromonitor

Phân tích hoạt động kinh doanh của DGC trong Q2.2025

Lợi nhuận chưa thực sự phục hồi mạnh mẽ

Doanh thu thuần của DGC trong Q2.2025 đạt 2.894 tỷ đồng (+15,6%YoY; +3,0%QoQ) nhờ giá bán và sản lượng mảng P4 và phân bón tăng. Cụ thể:

- **Mảng Photpho vàng (P4):** doanh thu Photpho vàng đạt 1.260 tỷ đồng (+47,4%YoY). Trong đó, sản lượng tiêu thụ P4 hơn 12,2 nghìn tấn - tăng 40,4% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu sản xuất chips tăng và lượng hàng tồn kho của các khách hàng thấp; giá P4 bình quân trong quý 2 của DGC xấp xỉ 4.100 USD/tấn (+4,9%YoY). Ban lãnh đạo của DGC cũng tự tin cho biết hiện nay Việt Nam là quốc gia xuất khẩu P4 lớn nhất thế giới và chất lượng sản phẩm P4 của DGC được đánh giá rất cao - gần như là tốt nhất thế giới (tốt hơn rất nhiều so với đối thủ Kazakhstan) nên Công ty sẽ “giữ chân” được các khách hàng Nhật, Đài Loan và Hàn Quốc khi Bộ Công Thương tăng thuế xuất khẩu từ năm 2026, đồng thời sẽ có thêm nhiều khách hàng mới trong bối cảnh nhu cầu chips đang phục hồi.
- **Mảng phân bón:** doanh thu mảng phân bón của DGC đạt 806 tỷ đồng (+45,8%YoY) trong Q2.2025 nhờ giá bán và sản lượng đều tăng mạnh. Trong đó, doanh thu DAP & MAP gần 630 tỷ (+55%YoY) với sản lượng tiêu thụ tăng 15,5% và giá bán bình quân tăng 34,1%YoY; doanh thu NPK đạt hơn 58 tỷ (+289%YoY) với sản lượng tiêu thụ tăng gấp 4,8 lần, bù đắp cho mảng phân supe lân sụt giảm 10% doanh thu trong quý này.
- **Mảng axit photphoric thực phẩm:** doanh thu sụt giảm 20,5%, chiếm 12% tổng doanh thu của DGC trong quý 2, sản lượng tiêu thụ axit giảm hơn 25% do dư thừa nguồn cung trong khi nhu cầu tiêu thụ chưa thực sự cải thiện.

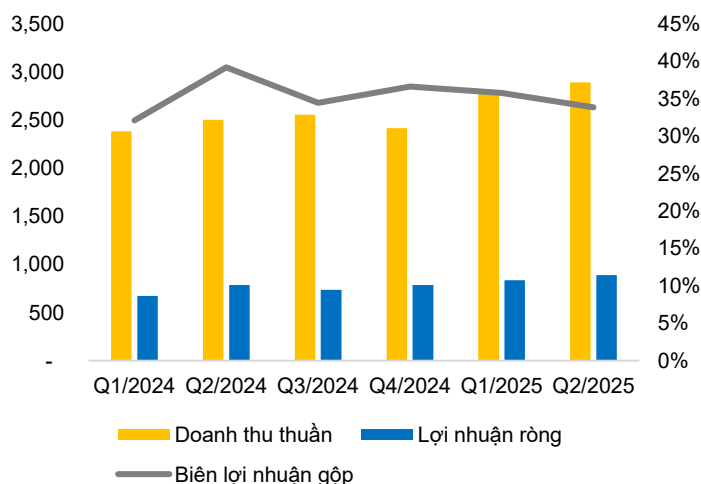
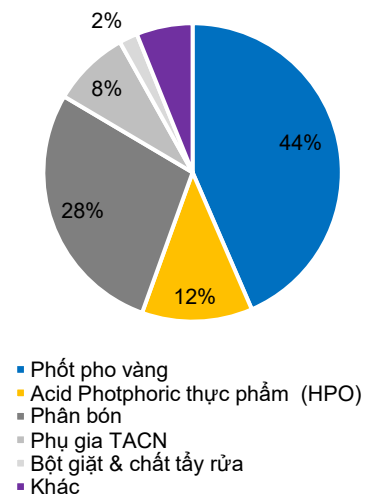
Biên lợi nhuận DGC trong quý 2 đạt 33,9%, giảm 5,3 điểm phần trăm so với cùng kỳ do giá quặng apatit tăng trong bối cảnh thiếu nguồn cung và giá điện tăng.

Thu nhập tài chính khoảng hơn 140 tỷ (-5,8%YoY) do lỗ tỷ giá. Tỷ trọng chi phí hoạt động/DTT trong quý 2 ở mức 4,4%, giảm 2,4 điểm phần trăm, chủ yếu do chi phí vận chuyển giảm. Cuối kỳ, DGC ghi nhận Lợi nhuận sau thuế xấp xỉ 853,5 tỷ (+1,3%YoY, +5,5%QoQ)

Lũy kế 1H2025, DGC đã hoàn thành 55% kế hoạch doanh thu và 57% chỉ tiêu lợi nhuận năm 2025.

Tóm tắt kết quả kinh doanh 1H2025

(Đvt: tỷ đồng)	1H2024	1H2025	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	4.889	5.705	
- Phốt pho vàng	1.906	2.681	Doanh thu tăng 40,7%YoY, trong đó: - Sản lượng tăng 33,8%YoY do nền thấp năm 2024. - Giá bán trung bình tăng 5,2%.
- WPA	264	0	DGC đã không sản xuất WPA từ quý 3.2024, chỉ ưu tiên sản xuất và xuất khẩu những sản phẩm có nhu cầu tiêu thụ cao hơn do nguồn cung quặng apatit tại Việt Nam đang thiếu hụt và chất lượng quặng giảm.
- HPO	852	585	Doanh thu giảm 31,3%, trong đó: - Sản lượng giảm 36,5%YoY do không đủ quặng đầu vào cho sản xuất và nhu cầu yếu. - Giá bán trung bình tăng 8,2%.
- Phân bón	1.110	1.530	Doanh thu tăng 37,8%, trong đó: - Sản lượng tăng 4%YoY do Công ty đẩy mạnh xuất khẩu trong bối cảnh giá phân bón đang tăng cao. - Giá bán trung bình tăng 32,5%.
- TACN	469	472	Đi ngang so với cùng kỳ.
Bột giặt & chất tẩy rửa và các sản phẩm khác	82	99	Động lực tăng trưởng đến từ chất tẩy rửa và bột giặt.
Khác	206	338	Doanh thu mảng còn đóng góp thêm hơn 130 tỷ trong 1H2025, các mảng ắc quy và kinh doanh khác vẫn đi ngang so với cùng kỳ.
Lợi nhuận gộp	1.750	1.961	Biên lãi gộp đạt 34,4%, thấp hơn so với mức 35,8% của 1H2024 do giá quặng nội địa cao và giá điện tăng. Hiện DGC phải nhập quặng từ Ai Cập và một số nguồn khác ở Châu Phi, giá cạnh tranh so với giá quặng trong nước.
Chi phí hoạt động	(303)	(281)	Chi phí hoạt động/DTT ở mức 4,9%, thấp hơn 1,2 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm ngoái.
EBIT	2.073	2.320	
Chi phí lãi vay	(11,8)	(16,3)	
LNST Cổ đông công ty mẹ	1.553	1.663	

Kết quả kinh doanh DGC theo quý
(đơn vị: tỷ đồng)

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 1H2025


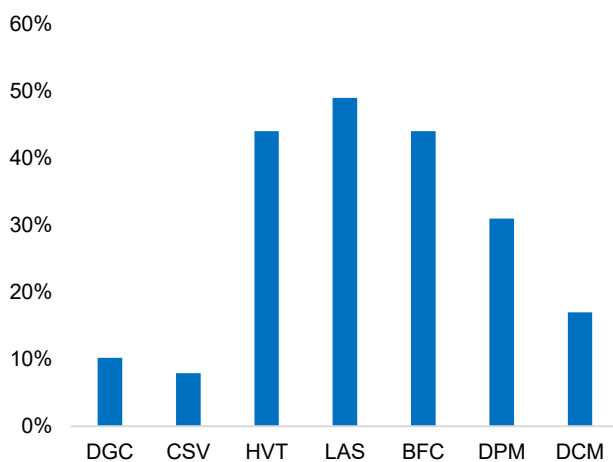
Nguồn: DGC

Bảng cân đối kế toán lành mạnh

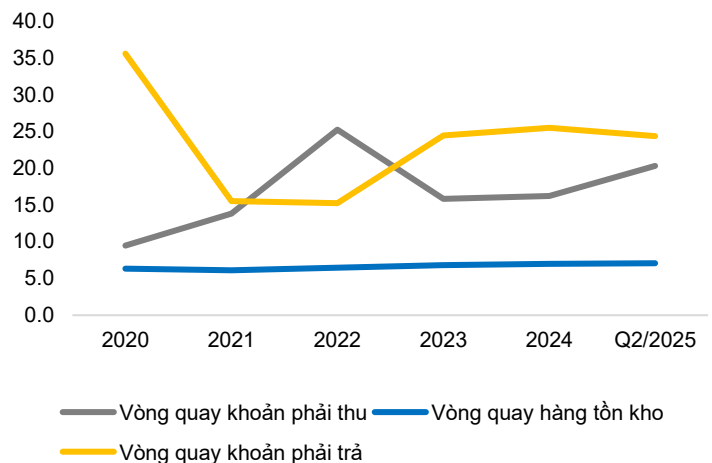
Tỷ lệ nợ vay thấp và khả năng thanh toán lành mạnh. Tỷ lệ đòn bẩy D/E ~10,4% trong quý 2.2025, ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong khi đó, tỷ lệ tiền mặt cao chiếm 66,9% tổng tài sản, hơn 12 nghìn tỷ đồng. Công ty có thể ưu tiên sử dụng nguồn vốn tự có để tài trợ các dự án mới mà không cần phải vay nợ thêm. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của DGC ở mức tốt với chỉ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 5,04 lần và chỉ số chi trả lãi vay (EBITDA/Lãi vay) ở mức 129,5 lần.

Vòng quay vốn lưu động cải thiện. Số ngày phải thu, phải trả và tồn kho dao động khá đáng kể trước giai đoạn tái cấu trúc. Tuy nhiên, sau 2018, các chỉ số này đã cải thiện và bắt đầu ổn định. Trong Q2.2025, vòng quay khoản phải thu và tồn kho đều tốt hơn so với 2024.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH của một số doanh nghiệp hóa chất trong 1H2025



Vòng quay vốn lưu động cải thiện qua từng năm
(Đơn vị: ngày)



Nguồn: Fiinpro

Dự phóng kết quả kinh doanh 2025-2026

(Đvt: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	9.865	11.532	14.071	
- Phot pho vàng	4.252	5.416	5.516	Ước tính doanh thu P4 tăng 27% trong 2025 nhờ nhu cầu tiêu thụ và giá bán tăng. Trong đó, sản lượng hơn 52,3 nghìn tấn (+16,8%YoY), giá bán bình quân dao động 4.000–4.100 USD/tấn (+8,7%YoY) nhờ DGC đẩy mạnh xuất khẩu P4 tinh khiết cao sang các thị trường lớn như Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan thay vì xuất sang Ấn Độ. Bước sang năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu P4 chỉ tăng 2% so với 2025 do việc tăng thuế xuất khẩu P4 từ mức 5% lên 10% khiến DGC mất đi thị phần xuất khẩu ở Ấn Độ - quốc gia này hiện đang chiếm tỷ trọng 25-35% doanh thu P4 của Công ty. Ước tính sản lượng tiêu thụ giảm 3%YoY, động lực tăng trưởng P4 sẽ đến từ các khách hàng Nhật Bản, Đài Loan và Hàn Quốc trong bối cảnh nhu cầu sản xuất chips trên đà phục hồi. Công ty sẽ tìm kiếm khách hàng mới, đồng thời sản xuất các sản phẩm hạ nguồn của P4 để giảm thiểu tác động tiêu cực của thuế. Giá bán bình quân sẽ dao động khoảng 4.200–4.300 USD/tấn (+5%YoY).
- Axit Photphoric	1.770	1.273	1.400	Doanh thu axit Photphoric của DGC trong 2025 ước tính sẽ giảm 28%YoY do DGC sẽ không xuất khẩu WPA trong 2025 mà ưu tiên xuất khẩu các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn trong bối cảnh thiếu hụt đầu vào. Chúng tôi nhận định nhu cầu tiêu thụ axit Photphoric thực phẩm vẫn chưa phục hồi mạnh mẽ trong 2025 do sức mua người tiêu dùng vẫn yếu, nhất là trong bối cảnh các quốc gia tăng cường áp các loại thuế để bảo hộ nền sản xuất nội địa khiến giá cả hàng hóa tăng cao. Vì vậy, chúng tôi thận trọng ước tính sản lượng tiêu thụ axit Photphoric thực phẩm khoảng 46,2 nghìn tấn (-22%YoY) trong 2025. Trong năm 2026, DGC tăng cường sản xuất axit Photphoric thực phẩm để bù đắp cho sự sụt giảm doanh thu P4 từ Ấn Độ, chúng tôi ước tính sản lượng 2026 tăng 10% và giá bán đi ngang.
- Phân bón	2.294	2.907	3.213	Doanh thu phân bón tăng 26,7% trong 2025. Trong đó, doanh thu phân DAP & MAP tăng 29% nhờ sản lượng và giá bán đều tăng mạnh. Doanh thu phân NPK ước tính tăng gấp 2,5 lần so với năm ngoái, chủ yếu do sản lượng tăng mạnh, còn giá bán lại giảm do chịu áp lực cạnh tranh từ sản phẩm NPK nhập khẩu và NPK cao cấp của các đối thủ trong nước. Phân supe lân lại ghi nhận mức tăng khiêm tốn khoảng 5% do loại phân này ít bị rửa trôi, gây ô nhiễm môi trường và năng suất không cao nên nông dân hiện tại ưu tiên sử dụng những loại phân khác. Trong năm 2026, ước tính doanh thu phân bón tăng 10% với kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tăng trong bối cảnh Trung Quốc chưa xuất khẩu mạnh trở lại, giá bán vẫn sẽ neo ở mức cao.

Báo cáo cập nhật DGC

- Thức ăn chăn nuôi	946	1.061	1.220	Doanh thu 2025 tăng 12,2%YoY, do giá đầu vào tăng đẩy giá bán tăng theo. Bước sang 2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng TACN tăng 15% so với 2025 nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi khi các hộ nông dân bắt đầu tái đàn trở lại sau dịch tả lợn Châu Phi.
Bột giặt & chất tẩy rửa, ắc quy và các sản phẩm khác	603	875	1.135	Doanh thu bột giặt & chất tẩy rửa, ắc quy và các sản phẩm khác ước tính tăng 8% so với 2024 và đóng góp mới khoảng 230 tỷ doanh thu từ cón 96% trong 2025. Trong 2026, ước tính doanh thu tăng gần 30% so với 2025, động lực tăng trưởng sẽ đến từ mảng pin & ắc quy, cón sinh học và chất tẩy rửa. Đối với mảng pin & ắc quy, DGC đã sản xuất được cấu phần của pin lithium, pin chì cho xe điện và cung cấp giải pháp trọn gói từ tấm pin mặt trời đến hệ thống lưu trữ điện (hiện nay Công ty làm 10 dự án cho khu dân cư và thương mại). Trong khi đó, mảng cón 96% sẽ chưa ghi nhận mức doanh thu cao trong 2025 do nhu cầu tiêu dùng giảm từ quy định sử dụng xăng sinh học. Vì vậy, DGC phải mở rộng nhà máy và mua thiết bị mới để sản xuất cón ethanol đạt chuẩn nhiên liệu sinh học (biofuel), nâng cấp từ cón 96% lên cón 99%, dự kiến hoàn thành trong Q3.2025. Công suất nhà máy cón hiện 50%, kỳ vọng đạt 80-100% vào 2026.
Dự án Đức Giang - Nghi Sơn			1.590	Dự kiến bắt đầu đi vào hoạt động từ quý 1.2026, chậm nhất là quý 2.2026, công suất sẽ đạt khoảng 80% trong 2026 do nguồn cung Xút ở Trung quốc đang thu hẹp trong khi nhu cầu Xút trong nước tăng. Về vấn đề giải quyết đầu ra cho các sản phẩm dẫn xuất Cl ₂ , Công ty sẽ phải bán sản phẩm ở mức giá cạnh tranh với các công ty của Vinachem, bên cạnh đó sẽ tận dụng Clo để tiên phong sản xuất PCl ₃ .
Lợi nhuận gộp	3.449	4.081	4.936	Lợi nhuận gộp tăng 18,3%YoY, biên lợi nhuận gộp đạt 35,4%, tăng nhẹ 0,4 điểm phần trăm so với 2024 nhờ (1) giá bán các sản phẩm P4, phân DAP/MAP tăng; (2) Kỳ vọng cuối năm 2025 DGC có thể xin được giấy phép khai thác mở rộng khai trường 25; và (3) Ghi nhận mức hoàn thuế phân bón. Ba yếu tố này bù đắp được cho giá quặng và giá điện tăng trong năm nay. Ước tính lợi nhuận gộp tăng 19,4% và biên lợi nhuận gộp khoảng 34,6% trong 2026, giảm 0,8 điểm phần trăm so với 2025 do biên lợi nhuận của dự án Nghi Sơn chỉ ở mức 20%-25%.
Chi phí hoạt động	(618)	(719)	(873)	Chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 6,3%.
EBIT	3.481	4.070	4.773	
Chi phí lãi vay	(21,7)	(29,1)	(28,2)	
LNST Cổ đông công ty mẹ	2.987	3.468	4.073	
EPS (đồng/cp)	7.865	9.131	10.724	

Cập nhật các dự án mới của DGC

Dự án	Đức Giang - Nghi Sơn	Alumina	Mảng BĐS
Tổng vốn đầu tư	2.400 tỷ đồng, ưu tiên nguồn vốn tự có.	57.000 tỷ đồng, VCB đã ký cam kết cho vay 14.500 tỷ đồng.	
Công suất hàng năm	- Giai đoạn 1: 50 nghìn tấn Xút. - Giai đoạn 2: 100 nghìn tấn Xút và 160 nghìn tấn PVC.	1,2 triệu tấn Alumina.	
Tiến độ mới nhất	Công ty đã khởi công dự án vào ngày 17/02/2025.	- Cuối 2024, DGC đã nộp đơn để xin giấy phép đầu tư cho nhà máy chế biến, giấy phép khai thác mỏ phải đợi Chính phủ quyết định. Chính quyền tỉnh Lâm Đồng đã đề nghị Chính phủ TW đưa ra hướng dẫn và cấp giấy phép đầu tư, nhà máy chế biến bauxite. Ban lãnh đạo DGC cho biết phản hồi từ Chính phủ khá tích cực và kỳ vọng sẽ có giấy phép đầu tư trong Q3/2025. - DGC đã đề xuất thành lập một công ty con chuyên về dự án bauxite, với vốn điều lệ tương đương 35% tổng tài sản (khoảng 5,5 nghìn tỷ đồng).	- Dự án chung cư hóa chất Đức Giang tại Long Biên rộng 5,4 ha (gồm 1.000 căn hộ chung cư và 60 căn nhà liền kề), đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 và được phép chuyển đổi sang đất nhà ở. DGC đã nộp hồ sơ cho chính quyền Hà Nội và kỳ vọng được cấp giấy phép đầu tư trong 2 tháng tới, đặt mục tiêu khởi công vào cuối năm nay. - Dự án nhà ở xã hội tại Hải Phòng: công ty còn có kế hoạch chuyển đổi hơn 3 ha đất tại khu vực nhà máy ác quy Tia Sáng (Hải Phòng) thành dự án nhà ở xã hội, dự kiến khoảng 1.000 căn hộ.
Bắt đầu khởi công	- Giai đoạn 1: Khởi công vào 17/02/2025. Năm 2025, công ty sẽ đầu tư thêm 1.200 tỷ cho dự án Nghi Sơn. - Giai đoạn 2: 4-5 năm tới.	2-3 năm tới (trong điều kiện thuận lợi).	
Kết quả kinh doanh dự kiến	- Dự kiến tới Q1.2026 sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu, chậm nhất là Q2.2026. - Ban lãnh đạo DGC nhận định, hiện nay, nhu cầu Xút ngày càng tăng và PVChems đã đảm bảo thỏa thuận tiêu thụ 30% cho công suất nhà máy, và một số khách hàng khác đã cam kết tiêu thụ khoảng 20% công suất trong năm đầu tiên. Tuy nhiên, các sản phẩm dẫn xuất Cl₂ (như khí Cl₂ dư và axit HCl) lại hơi khó tiêu thụ. Công ty sẽ phải bán sản phẩm ở mức giá cạnh tranh với các công ty của Vinachem, bên cạnh đó sẽ tận dụng Clo để tiên phong sản xuất PCl₃ (công suất khoảng 10.000 tấn). - Doanh thu: 2.000–2.500 tỷ đồng/năm khi đã chạy full công suất. - Biên lợi nhuận gộp mảng Xút khoảng 20%. Lợi nhuận ròng của dự án dao động 220-250 tỷ đồng/năm. Tỷ suất sinh lời 10% do nguyên liệu đầu vào phải mua từ bên ngoài.	- Ban lãnh đạo DGC nhận định đây là dự án giúp DGC tăng trưởng mạnh trong dài hạn với mức lợi nhuận rất lớn (giá bán Alumina 450 USD/tấn nhưng giá thành sản xuất chưa tới 250 USD/tấn). Hiện nay chỉ có Vinacomin sản xuất được Alumina với công suất 600 nghìn tấn và lợi nhuận khoảng 3.000 tỷ đồng/năm. DGC ước tính với công suất gấp đôi Vinacomin. - Mất khoảng 2 năm xây dựng, bắt đầu ghi nhận KQKD vào 2029–2030. - Doanh thu: 12.000 tỷ đồng/năm - LNST: 5.000–6.000 tỷ đồng/năm	- Giá bán dự kiến: ▪ Nhà phố: 250 triệu đồng/m² ▪ Căn hộ: 60–80 triệu đồng/m² - Dự án chung cư hóa chất Đức Giang tại Long Biên: doanh thu hơn 5.000 tỷ đồng và lợi nhuận khoảng 1.000 tỷ đồng. - Dự án nhà ở xã hội tại Hải Phòng: lợi nhuận từ 300–500 tỷ đồng.

**Tiềm năng
tăng trưởng**

- Nguồn cung Xút tại Việt Nam chỉ mới đáp ứng 40% nhu cầu tiêu thụ.
- Tiềm năng tăng trưởng ngành Xút 10%/năm.
- Tận dụng Xút để sản xuất Alumina (cần 70 nghìn tấn/năm).
- Tận dụng khí Cl₂ từ quá trình sản xuất Xút để sản xuất photpho trichlorua (PCl₃).
- Ban lãnh đạo DGC cho biết thị trường pin LFP đang rất tiềm năng trong bối cảnh 90% công suất sản xuất pin LFP toàn cầu đang nằm tại Trung Quốc nhưng các tập đoàn đa quốc gia lại muốn đa dạng hoá nhà cung cấp thay vì phụ thuộc vào Trung Quốc.
- DGC nỗ lực hướng tới việc sản xuất PVC vì tỷ suất sinh lợi cao, ước tính lợi nhuận có thể đạt 400-500 USD/tấn nếu giá PVC đạt 800-900 USD.

- Tốc độ tăng trưởng thị trường Alumina tại Khu vực Châu Á Thái Bình Dương 9-10%/năm trong giai đoạn 2022-2032.

- Thị trường bất động sản chung cư tại Việt Nam trong giai đoạn 2025-2030 dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình hàng năm (CAGR) khoảng 12,55%.
- Về phân khúc nhà ở xã hội, Chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu hoàn thành gần 1 triệu căn hộ nhà ở xã hội vào năm 2030, với số lượng căn hộ hoàn thành hàng năm tăng dần từ 100.275 căn vào năm 2025 và lên 271.161 căn vào năm 2030.

Định giá và quan điểm đầu tư

Chúng tôi dự phóng DTT và LNST Cổ đông công ty mẹ của DGC trong 2025 lần lượt 11.532 tỷ đồng (+16,9%YoY) và 3.468 tỷ đồng (+16,1%YoY) nhờ mảng P4 và phân bón là động lực tăng trưởng chính và kỳ vọng nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào từ cuối năm. Bước sang 2026, chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu và LNST của DGC lần lượt là 22% và 17,4%, điều chỉnh giảm so với mức tăng trưởng doanh thu 38% và tăng trưởng LN 26% trong Báo cáo chiến lược cho 2H2025 do chúng tôi đánh giá lại mức tác động của sự kiện Bộ Công Thương tăng thuế xuất khẩu đối với sản phẩm P4 từ 5% lên 10% trong 2026. Ban lãnh đạo DGC cho biết khách hàng Ấn Độ không đồng ý việc giá bán tăng thêm 5%, điều này khiến Công ty mất thị phần khá lớn tại quốc gia này trong khi doanh thu P4 xuất qua Ấn Độ chiếm 25-35% tổng doanh thu P4 của DGC.

Trong dài hạn, chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu DGC vì (1) DGC là doanh nghiệp đứng đầu ngành Hóa chất, sở hữu chuỗi giá trị sản xuất khép kín sản xuất đa dạng các sản phẩm có gốc Photpho; (2) Tận dụng cơ hội chu kỳ bán dẫn phục hồi trở lại, DGC đủ năng lực đáp ứng sản lượng xuất khẩu khi sở hữu năng lực sản xuất P4 khoảng 80 nghìn tấn; (3) Biên lãi gộp P4 dự báo tiếp tục cải thiện nhờ chiến lược đẩy mạnh xuất khẩu P4 tinh khiết và gia hạn thời gian khai thác cũng như mở rộng diện tích khai thác tại khai trường 25; (4) Tiềm năng tăng trưởng từ các dự án mới như Đức Giang – Nghi Sơn sản xuất Xút và PVC, sản xuất Alumina tại Đắk Nông và mảng bất động sản chung cư; và (5) Cổ phiếu đang ở mức định giá thấp. Ở mức giá hiện tại, ước tính mức P/E năm 2025 của DGC ~10,0x, thấp hơn so với mức P/E trung bình 5 năm là 12,0x. BVSC đưa ra giá mục tiêu DGC là **118.300 đồng/cổ phiếu** (tương đương với mức P/E forward 11,9x), trong giai đoạn 2025-2026 và khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu này.

Định giá (Đvt: đồng/cp)	Định giá	Tỷ trọng
Định giá theo phương pháp DCF (WACC = 12,2%)	113.924	50%
Định giá theo phương pháp multiple	122.531	50%
Giá mục tiêu của DGC	118.300	

Phương pháp DCF

Tổng hợp định giá FCFF	
Lãi suất chiết khấu	12,2%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	43.728
(-) Nợ vay ròng (tỷ đồng)	749
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	42.980
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	379.778.413
Giá mục tiêu DGC (đồng/cổ phiếu)	113.170
Tổng hợp định giá FCFE	
Giá trị dòng tiền hiện tại vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	43.552
Giá mục tiêu DGC (đồng/cổ phiếu)	114.677

Phương pháp multiple

Phương pháp P/B	
Lợi nhuận sau thuế bình quân 2025-2026 (tỷ đồng)	3.770
BVPS 2025-2026 (đồng/cp)	45.571
P/B mục tiêu	2,5x
Giá trị cổ phiếu của DGC (đồng/cổ phiếu)	113.928

Phương pháp P/E	
Lợi nhuận sau thuế bình quân 2025-2026 (tỷ đồng)	3.770
EPS 2025-2026 (đồng/cổ phiếu)	9.927
P/E mục tiêu	13,0x
Giá trị cổ phiếu của DGC (đồng/cổ phiếu)	129.055

Phương pháp EV/EBITDA	
Lợi nhuận sau thuế bình quân 2025-2026 (tỷ đồng)	3.770
EBITDA bình quân 2025-2026 (tỷ đồng)	4.804
EV/EBITDA mục tiêu	10,0x
Số lượng cổ phiếu (cổ phiếu)	379.778.413
Giá trị cổ phiếu của DGC (đồng/cổ phiếu)	124.610

Rủi ro

- Biến động giá cả hàng hóa và nguyên vật liệu đầu vào.
- Các dự án mới đi vào hoạt động chậm hơn dự kiến.
- Việc mở rộng khai thác quặng chậm hơn kỳ vọng, dẫn tới giảm biên lợi nhuận gộp của Công ty.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	14.444	9.748	9.865	11.532
Giá vốn	(7.694)	(6.308)	(6.415)	(7.451)
Lợi nhuận gộp	6.750	3.440	3.449	4.081
Doanh thu tài chính	533,3	739,3	649,2	708,2
Chi phí lãi vay	(17,6)	(31,9)	(21,7)	(29,1)
Lợi nhuận sau thuế CĐ Công ty mẹ	5.565	3.100	2.987	3.468

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền, khoản tương đương tiền	1.535	1.061	130	992
Các khoản phải thu ngắn hạn	919	1.134	985	1.174
Hàng tồn kho	1.000	855	985	1144
Tài sản cố định hữu hình	1.781	2.099	2.151	2.795
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tổng tài sản	13.406	15.492	15.821	18.340
Nợ vay ngắn hạn	2.571	3.492	2.052	2.350
Nợ vay dài hạn	0	0	67	16
Vốn chủ sở hữu	10.834	12.000	13.701	15.974
Tổng nguồn vốn	13.406	15.492	15.821	18.340

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	51,2%	-32,5%	1,2%	16,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	140%	-44%	-4%	16%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	46,7%	35,4%	35,5%	35,4%
Lợi nhuận thuần biên	38,5%	31,9%	30,3%	30,1%
ROA	51%	22%	19%	20%
ROE	65%	27%	23%	23%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	6%	6%	7%	5%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	8%	8%	9%	6%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	14.653	8.186	7.870	9.131
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	34.066	37.292	38.478	42.062

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiên Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng, CFA Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú, CFA Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển dannv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương, CFA Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhnd@bvsc.com.vn
Nguyễn Minh Khôi Vật liệu xây dựng khoimn@bvsc.com.vn		



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888