


CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC)
MUA +30,0%

Ngành	Hóa chất
Ngày báo cáo	07/11/2025
Giá hiện tại	93.100 VND
Giá mục tiêu	118.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	126.000 VND
TL tăng	+26,7%
Lợi suất cổ tức	3,2%
Tổng mức sinh lời	+30,0%
GT vốn hóa	37 nghìn tỷ đồng
Room KN	12,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	158,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	380 tr
Pha loãng	380 tr

	DGC	VNI
P/E (trượt)	11,5x	16,0x
P/B (hiện tại)	2,3x	2,0x
ROA	18,0%	2,0%
ROE	21,8%	13,6%

Tổng quan Công ty

Tập đoàn Hóa chất Đức Giang là nhà sản xuất hóa chất photpho hàng đầu Việt Nam phục vụ các ứng dụng nông nghiệp và điện tử. Ngoài ra, DGC dự kiến bước vào ngành hóa chất xút-clo-vinyl (CAV), quan trọng đối với ngành sản xuất và xây dựng nói chung. Công ty hiện đang gia nhập vào ngành boxit-nhôm.

Diễn biến giá cổ phiếu


Nguyễn Thị Ngọc Hân
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.865	11.059	13.501	15.994
% YoY	1%	12%	22%	18%
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	2.989	3.201	3.710	4.213
% YoY	-4%	7%	16%	14%
EPS	-4%	7%	16%	14%
Biên LN gộp	35,5%	34,7%	31,9%	31,4%
Biên EBITDA	32,5%	32,5%	30,0%	29,0%
Biên LN từ HĐKD	28,7%	28,8%	25,9%	25,2%
Biên LN ròng	30,3%	28,9%	27,5%	26,3%
DTTD/Doanh thu	26%	20%	20%	26%
EV/EBITDA	8,0x	7,1x	6,3x	5,5x
P/E	11,8x	11,0x	9,5x	8,4x
P/B	2,6x	2,3x	2,0x	1,7x
ROE	23,2%	21,9%	22,1%	21,8%

Tác động từ thuế P4; mảng xút-clo bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận từ quý 2/2026

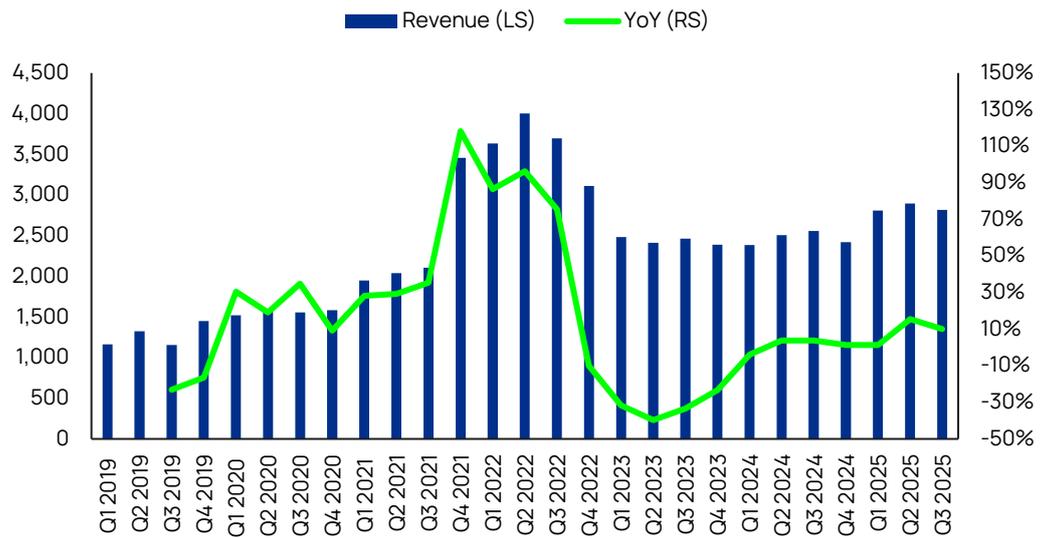
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% giá mục tiêu xuống mức 118.000 đồng/cổ phiếu và giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC).
- Giá mục tiêu thấp hơn phản ánh việc chúng tôi giảm 8% dự báo EBITDA cốt lõi năm 2026 và hạ bội số EV/EBITDA mục tiêu xuống mức 8,0x (từ mức 9,0x trước đó); các mức giảm này được bù đắp một phần bởi việc chúng tôi dời mốc định giá sang cuối năm 2026 (thay vì giữa năm 2026).
- Chúng tôi lần lượt điều chỉnh giảm 5%/8%/4% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/2026/2027, chủ yếu do (1) mức giảm của dự báo doanh thu phốt pho nông nghiệp (AP) năm 2025, (2) mức giảm của dự báo doanh thu ngoài phốt pho giai đoạn 2025-2026, và (3) mức giảm của dự báo biên lợi nhuận gộp do mức tự chủ quặng giảm trong năm 2025, và chi phí điện tăng, cùng với việc tỷ lệ chia sẻ thuế xuất khẩu giảm trong giai đoạn 2026-2027. Dù vậy, dự báo của chúng tôi vẫn phản ánh xu hướng tăng trưởng ổn định, lần lượt ở mức 8%/16%/14% YoY cho các năm trong giai đoạn 2026-2027.
- Chúng tôi lùi giá định về thời điểm vận hành của mảng xút-clo sang quý 2/2026 (thay vì quý 1/2026 như trước đây), phù hợp với tiến độ thi công hiện tại. Theo đó, dự án dự kiến sẽ đóng góp lần lượt 6%/8% vào LNST dự phóng các năm 2026/2027 (so với mức 9%/8% trước đó).
- Chúng tôi dời thời điểm phê duyệt dự kiến của kế hoạch mở rộng Khai trường 25 sang nửa đầu năm 2026 (thay vì nửa cuối năm 2025 như trước đây). Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giá định mức độ tự chủ quặng năm 2025 xuống còn 70% (từ mức 80%).
- Mảng bất động sản (BDS): chúng tôi nâng dự báo giá bán trung bình lên mức 250 triệu đồng/m² cho phân khúc nhà phố (từ mức 175 triệu đồng/m²) và 70 triệu đồng/m² cho phân khúc căn hộ (từ mức 30 triệu đồng/m²). Do đó, chúng tôi lần lượt nâng dự báo LNST mảng BDS lên mức 413 tỷ đồng/1,0 nghìn tỷ đồng cho các năm 2027/2028 (so với các mức 329 tỷ đồng/619 tỷ đồng trước đó).
- Hiện cổ phiếu DGC đang giao dịch ở mức EV/EBITDA tương ứng các năm 2025/2026/2027 là 7,1x/6,3x/5,5x, lần lượt thấp hơn 19%/28%/37% so với mức trung bình 10 năm của công ty là 8,7x.
- Rủi ro:** chênh lệch giá thị trường giảm mạnh hơn dự kiến, tiến độ dự án xút-clo bị trì hoãn, cùng với các thay đổi bất lợi đối với chính sách xuất khẩu phốt pho.

Chúng tôi hiện giả định công ty sẽ chỉ chia sẻ một phần mức tăng thêm của thuế xuất khẩu phốt pho vàng (P4) với các khách hàng tại Đông Á, và chuyển giao ở mức hạn chế đối với khách hàng từ Ấn Độ và các thị trường khác (so với giả định trước đây là chuyển giao gần như toàn bộ ở mọi khu vực). Trong năm 2026 và 2027, thuế xuất khẩu P4 của Việt Nam sẽ lần lượt tăng lên mức 10% và 15% (từ mức hiện tại là 5%). Chúng tôi lưu ý rằng P4 xuất khẩu sang Nhật Bản (từ năm 2026) và Liên minh châu Âu - EU (từ năm 2027) sẽ được hưởng mức thuế suất 0% nhờ các hiệp định thương mại tự do (FTA). Dựa theo giả định về mức độ chuyển giao này, chúng tôi lần lượt điều

chính giảm giá bán P4 trung bình trong năm các 2026/2027 xuống mức 100 triệu/97 triệu đồng (từ mức 103 triệu đồng/năm trước đây), nhằm phản ánh sự gia tăng của áp lực thuế lên biên lợi nhuận gộp. Trong tương lai, để giảm thiểu tác động từ thuế quan, DGC dự kiến sẽ (1) mở rộng sang các thị trường Đông Á có giá bán trung bình cao hơn, (2) chuyển một phần hoạt động xuất khẩu P4 sang sản xuất axit photphoric nhiệt (TPA), và (3) tích hợp với nhà máy xút-clo mới để sản xuất PAC, PCl_3 và H_3PO_3 , cùng các sản phẩm khác.

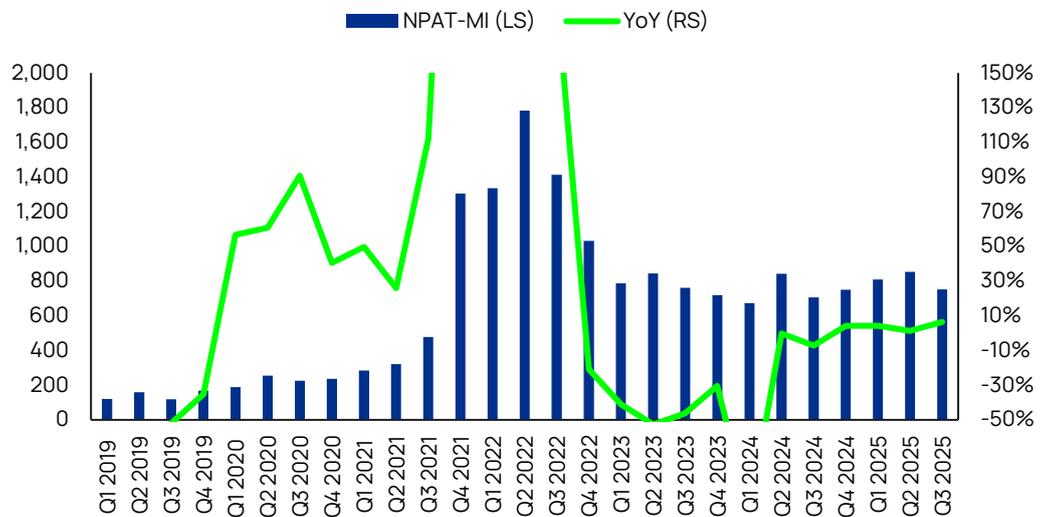
Chúng tôi hiện dự báo giá bán AP trung bình sẽ lần lượt tăng/giảm ở mức +22%/-12% YoY, và đà tăng trưởng sản lượng sẽ lần lượt ở mức -20%/+15% YoY trong các 2025/26. Điều này lần lượt tương ứng với mức sản lượng bán là 56,3/64,7 nghìn tấn (thấp hơn so với các mức 65,4/66,8 nghìn tấn trước đây) và mức giá bán trung bình/tấn là 65 triệu/58 triệu đồng (cao hơn so với các mức 62 triệu/55 triệu đồng trước đây). Trong các năm 2026/27, chúng tôi kỳ vọng giá phân bón DAP/MAP sẽ duy trì ở mức cao trong bối cảnh còn nhiều bất định về khả năng Trung Quốc có nối lại hoạt động xuất khẩu hay không, nhưng áp lực này dự kiến sẽ giảm dần khi nguồn cung thay thế tăng lên. Chúng tôi cũng kỳ vọng áp lực lên nguồn cung quặng sẽ được giảm bớt khi (1) hoạt động nhập khẩu tiếp tục diễn ra, và (2) việc phê duyệt kế hoạch mở rộng Khai trường 25 trong nửa đầu năm 2026 (6T 2026) giúp giảm bớt tình trạng thiếu hụt nguồn nguyên liệu đầu vào cho mảng AP.

Hình 1: Doanh thu theo quý của DGC (tỷ đồng)



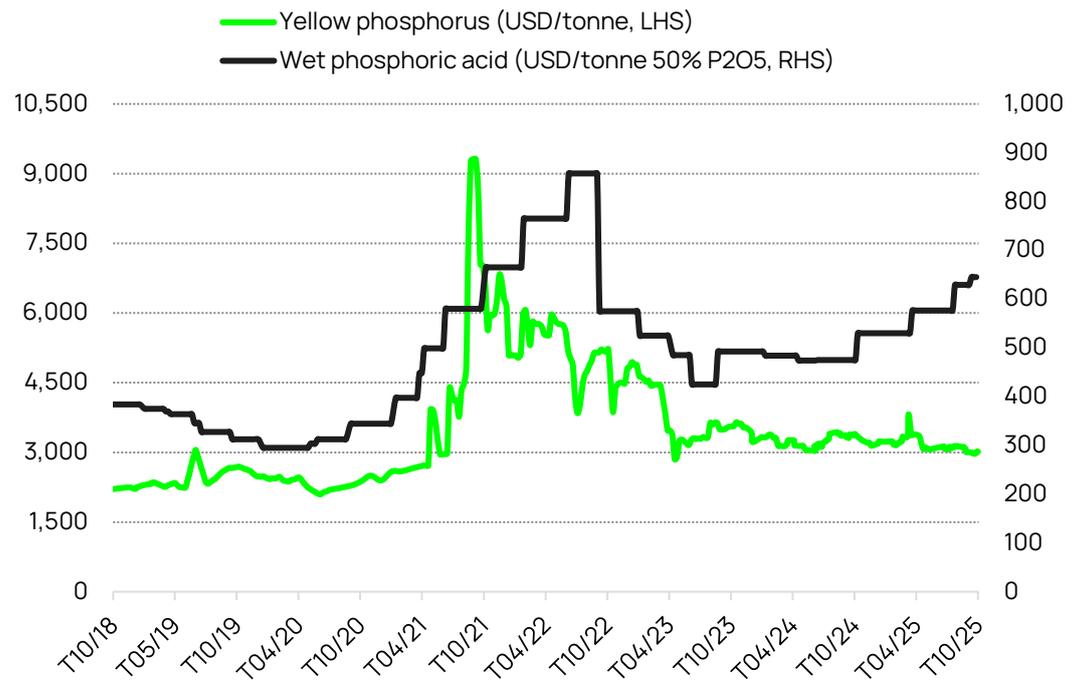
Nguồn: DGC, Vietcap

Hình 2: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của DGC (tỷ đồng)



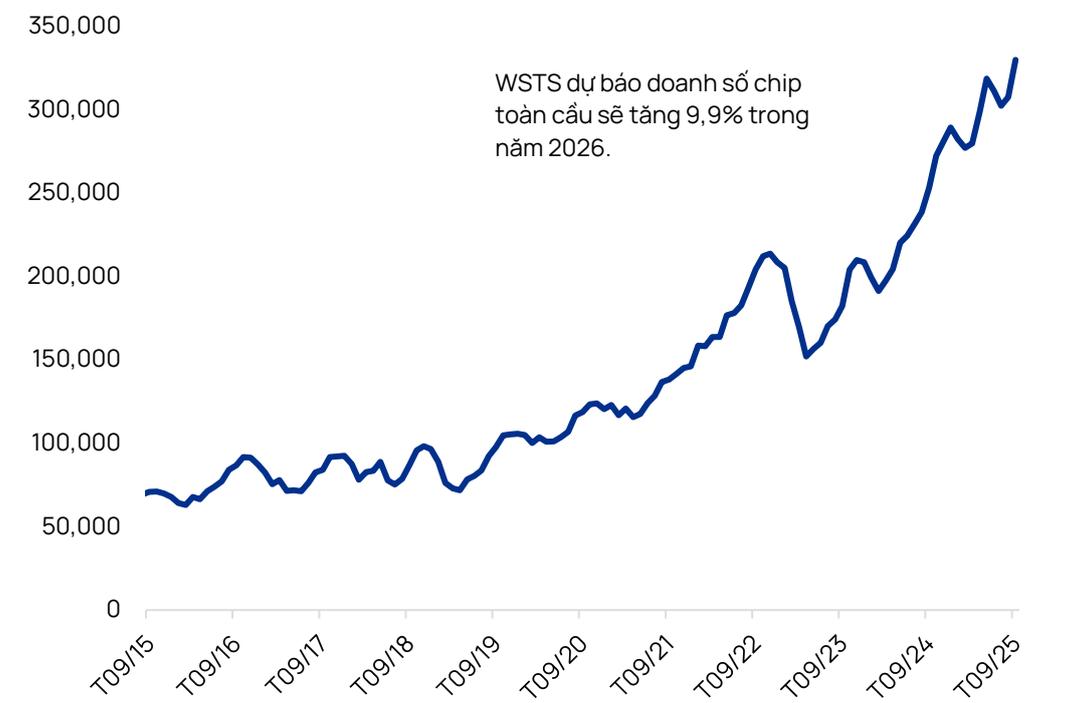
Nguồn: DGC, Vietcap

Hình 3: Giá photpho vàng (P4) và giá axit photphoric trích ly (WPA)



Nguồn: Sunsirs, Bloomberg, Vietcap (Chúng tôi lưu ý rằng giá photpho vàng trong khu vực thường dao động ít hơn so với giá của Trung Quốc vì Trung Quốc không còn xuất khẩu sản phẩm này)

Hình 4: Doanh thu trung bình 3 tháng của Nhà sản xuất chất bán dẫn Đài Loan (triệu TWD)



Nguồn: TSMC, Vietcap

Triển vọng năm 2025: Mạng IPC ổn định, giá DAP/MAP duy trì ở mức cao là động lực thúc đẩy đà tăng trưởng của mảng AP.

Hình 5: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 mới	YoY	Dự báo 2025 cũ	Nhận định của Vietcap
Sản lượng bán sản phẩm photpho (tấn*)	131.236	121.388	-8%	130.488	
Hóa chất photpho công nghiệp (IPC)	60.515	65.104	8%	65.104	
Photphat nông nghiệp (AP)	70.720	56.284	-20%	65.384	* Giảm do KQKD 9T yếu hơn dự kiến. * Chúng tôi hiện dự báo DGC sẽ chuyển đổi 100% việc sản xuất WPA sang sản xuất phân bón (so với dự báo trước đây về sản lượng bán WPA là 50 nghìn tấn), trong bối cảnh giá phân bón duy trì ở mức thuận lợi.
Giá bán trung bình sản phẩm photpho (triệu đồng/tấn*)	73	84	15%	81	
Hóa chất photpho công nghiệp	96	100	4%	100	
Photphat nông nghiệp	53	65	22%	62	* Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo do kết quả giá bán trung bình 9T cao hơn dự kiến, trong bối cảnh nhu cầu cải thiện, nhưng Trung Quốc vẫn tiếp tục duy trì các biện pháp hạn chế thương mại, dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn cung.
Doanh thu	9.865	11.059	12%	11.608	
Hóa chất photpho công nghiệp	5.795	6.498	12%	6.498	
Photphat nông nghiệp	3.782	3.678	-3%	4.029	
Nhà máy ethanol	0	487	N.M	655	* Chúng tôi giữ nguyên dự báo hiệu suất hoạt động ở mức 35%, tuy nhiên điều chỉnh giảm giá bán trung bình xuống mức 17 triệu đồng/tấn (từ mức 20 triệu đồng/tấn trước đây) do giá bán trung bình 9T thấp hơn kỳ vọng.
Hóa chất khác	288	397	38%	426	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu mảng pin do kết quả 9T thấp hơn nhẹ so với dự kiến.
Giá vốn hàng bán (COGS)	-6.367	-7.224	13%	-7.523	
Lợi nhuận gộp	3.499	3.835	10%	4.086	
LN từ HĐKD	2.833	3.185	12%	3.390	
LNTT	3.397	3.829	13%	4.035	
LNST sau lợi ích CĐTS	2.989	3.201	7%	3.373	
EBITDA cốt lõi	3.211	3.600	12%	3.805	
Biên lợi nhuận					
Biên lợi nhuận gộp	35,5%	34,7%		35,2%	* Giảm chủ yếu do chúng tôi hạ giá định về mức độ tự chủ quặng năm 2025 xuống mức 70% (so với mức 80% trước đây), qua đó phản ánh tiến độ mở rộng Khai trường 25 chậm hơn dự kiến.
Chi phí SG&A/Doanh thu	6,7%	5,9%		6,0%	
Biên LN từ HĐKD	28,7%	28,8%		29,2%	
Biên EBITDA	32,5%	32,5%		32,8%	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	30,3%	28,9%		29,1%	

Nguồn: Vietcap (* Chúng tôi sử dụng hàm lượng photpho làm thước đo cho sản lượng bán)

Triển vọng năm 2026: Thuế xuất khẩu P4 mới đã có hiệu lực; Khai trường 25 mở rộng tăng cường sự ổn định của nguồn cung đầu vào; dự án xút-clo chuẩn bị đi vào vận hành.

Hình 6: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
Sản lượng bán sản phẩm photpho (tấn*)	121.388	134.634	11%	136.776	
Hóa chất photpho công nghiệp (IPC)	65.104	69.944	7%	69.944	* Được thúc đẩy bởi sự gia tăng của nhu cầu toàn cầu, đặc biệt đến từ ngành điện tử và bán dẫn đang phát triển mạnh.
Photphat nông nghiệp (AP)	56.284	64.690	15%	66.832	* Chúng tôi kỳ vọng tình trạng thiếu hụt quặng sẽ dần được cải thiện, qua đó cải thiện nguồn cung cho mảng AP, nhờ vào việc (1) hoạt động nhập khẩu quặng từ Ai Cập tiếp tục được duy trì, và (2) kế hoạch mở rộng Khai trường 25 được phê duyệt trong nửa đầu năm 2026 (so với dự báo trước đây là vào nửa cuối năm 2025).
Giá bán trung bình sản phẩm photpho (triệu đồng/tấn*)	84	80	-5%	79	
Hóa chất photpho công nghiệp	100	100	0%	103	* Chúng tôi hiện giả định công ty sẽ chỉ chia sẻ một phần mức tăng thêm của thuế xuất khẩu P4 với khách hàng Đông Á, trong khi mức chuyển giao đối với Ấn Độ và các thị trường khác là khá hạn chế (so với giả định trước đây là chuyển giao gần như toàn bộ ở mọi khu vực).
Photphat nông nghiệp	65	58	-12%	55	* Cao hơn dự báo trước do Trung Quốc vẫn duy trì các biện pháp hạn chế thương mại; tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng giá phân bón sẽ giảm YoY, khi các nhà sản xuất khác dần bù đắp cho phần cung thiếu hụt.
Doanh thu	11.059	13.501	22%	14.289	
Hóa chất photpho công nghiệp	6.498	7.009	8%	7.170	
Photphat nông nghiệp	3.678	3.728	1%	3.674	
Nhà máy ethanol	487	1.028	111%	1.275	* Chúng tôi giữ nguyên dự báo hiệu suất hoạt động ở mức 75%, nhưng điều chỉnh giảm giả định giá bán trung bình xuống mức 18 triệu đồng/tấn (so với mức 20 triệu đồng/tấn trước đây).
Xút-clo	0	1.129	N.M	1.564	* Chúng tôi hoãn thời điểm vận hành dự án xút-clo sang quý 2/2026 (so với quý 1/2026 trước đây), phù hợp với kế hoạch tổng thể của DGC.
Hóa chất khác	397	606	53%	606	
Giá vốn hàng bán	-7.224	-9.187	27%	-9.561	
Lợi nhuận gộp	3.835	4.313	12%	4.727	
LN từ HĐKD	3.185	3.493	10%	3.864	
LN TT	3.829	4.208	10%	4.586	
LNST sau lợi ích CĐTS	3.201	3.710	16%	4.043	
EBITDA cốt lõi	3.600	4.044	12%	4.415	
Biên lợi nhuận					
Biên lợi nhuận gộp	34,7%	31,9%		33,1%	* Thấp hơn so với dự báo trước, chủ yếu do (1) mức tăng của chi phí điện (+10% YoY so với +3% trước đây), và (2) mức giảm của giả định về tỷ lệ chia sẻ thuế xuất khẩu. * Giảm YoY, chủ yếu do tỷ trọng cao hơn của các mảng có biên lợi nhuận thấp (như xút-clo, ethanol và pin).
Chi phí SG&A/Doanh thu	5,9%	6,1%		6,0%	
Biên LN từ HĐKD	28,8%	25,9%		27,0%	
Biên EBITDA	32,5%	30,0%		30,9%	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	28,9%	27,5%		28,3%	

Nguồn: Vietcap (* Chúng tôi sử dụng hàm lượng photpho làm thước đo cho sản lượng bán)

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp EV/EBITDA để định giá mảng kinh doanh cốt lõi của DGC và phương pháp CKDT cho dự án bất động sản một lần của DGC.

Trong bản cập nhật này, chúng tôi dời mốc định giá sang cuối năm 2026 (so với trước đây là giữa năm 2026) và điều chỉnh giảm hệ số EV/EBITDA mục tiêu xuống mức 8,0x (thấp hơn so với mức 9,0x trước đây). Việc chúng tôi điều chỉnh giảm định giá phản ánh tác động từ mức tăng thuế xuất khẩu P4 sắp tới trong giai đoạn 2026–2027 (P4 chiếm 48% doanh thu 9T 2025 của DGC) trong bối cảnh (1) mức chuyển giao chi phí cho khách hàng ở mức vừa phải, và (2) thận trọng về tính khả thi của việc chuyển đổi sản phẩm xuất khẩu nhằm giảm tác động của thuế.

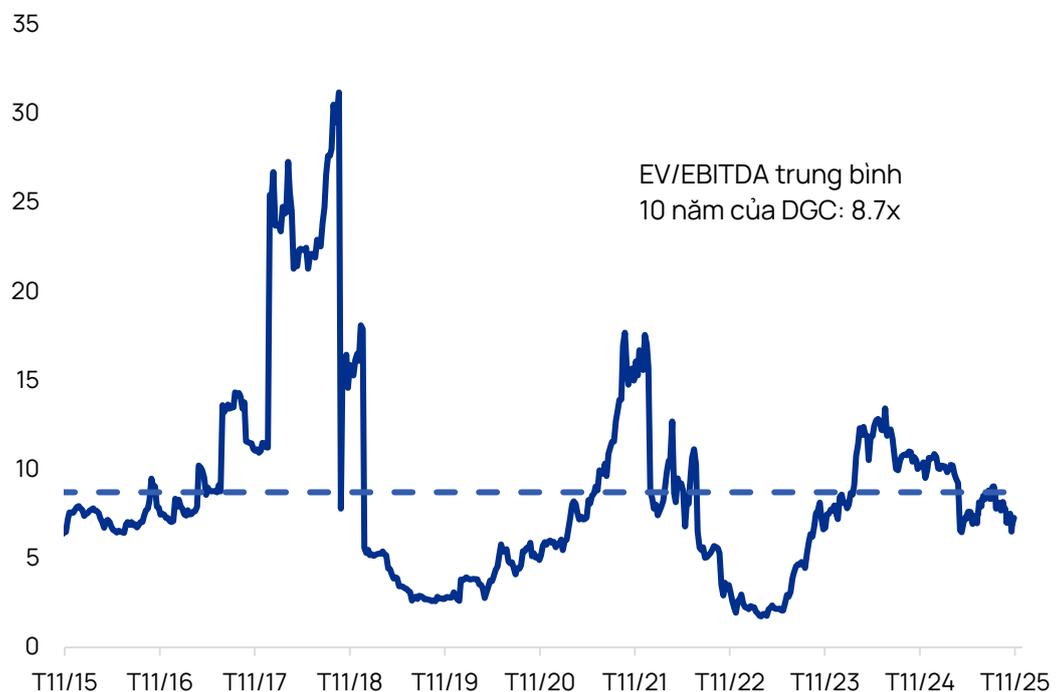
DGC hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA các năm 2025/26/27 lần lượt là 7,1x/6,3x/5,5x, thấp hơn tương ứng 19%/28%/37% so với EV/EBITDA trung bình 10 năm của công ty là 8,7x. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EBITDA cốt lõi giai đoạn 2024–2027 (không bao gồm mảng BĐS) sẽ ở mức 9%, trong khi CAGR EBITDA báo cáo đạt 12%.

Hình 7: Tóm tắt định giá của Vietcap cho DGC

Tỷ đồng	
EV/EBITDA mục tiêu cho EBITDA cốt lõi của DGC	8,0x
EBITDA cốt lõi năm 2026 của DGC	4.044
Giá trị doanh nghiệp của mảng kinh doanh cốt lõi của DGC	32.349
Cộng tiền mặt ròng hiện tại	11.141
Giá trị vốn sở hữu của mảng kinh doanh cốt lõi của DGC	43.490
Bất động sản	1.284
Tổng giá trị vốn sở hữu	44.774
Số lượng cổ phiếu (triệu)	379,8
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	118.000
EV/EBITDA dự phóng 2024/2025F/2026F tại giá mục tiêu	10,1x/9,0x/8,0x
P/E dự phóng 2024/2025F/2026F tại giá mục tiêu	16,1x/14,9x/12,9x

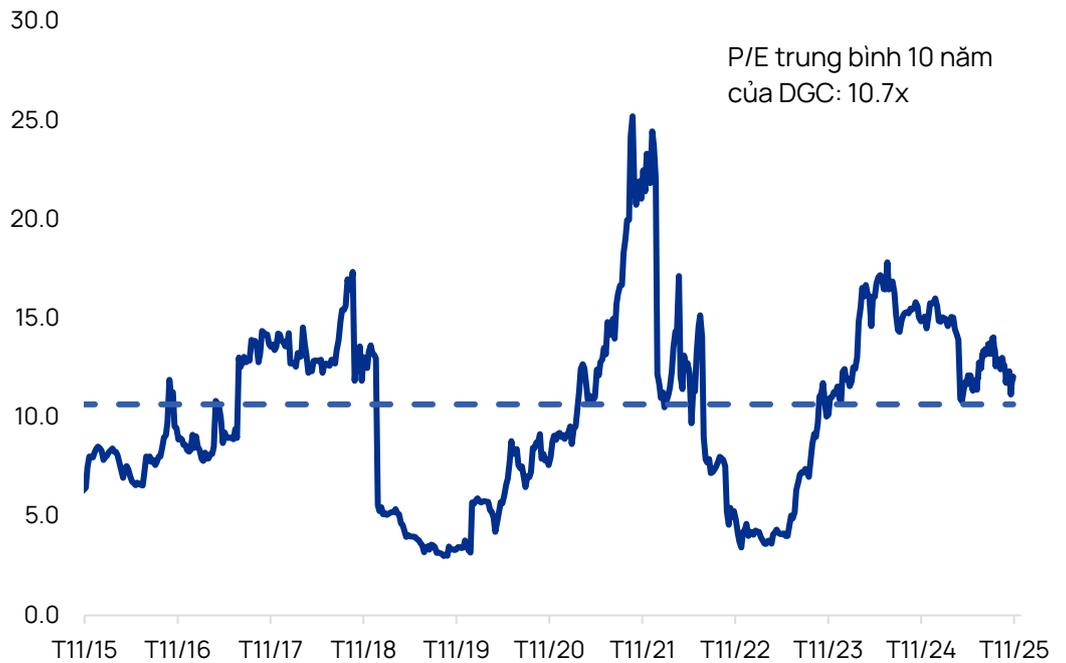
Nguồn: Vietcap

Hình 8: EV/EBITDA trượt của DGC



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 9: P/E trực của DGC



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

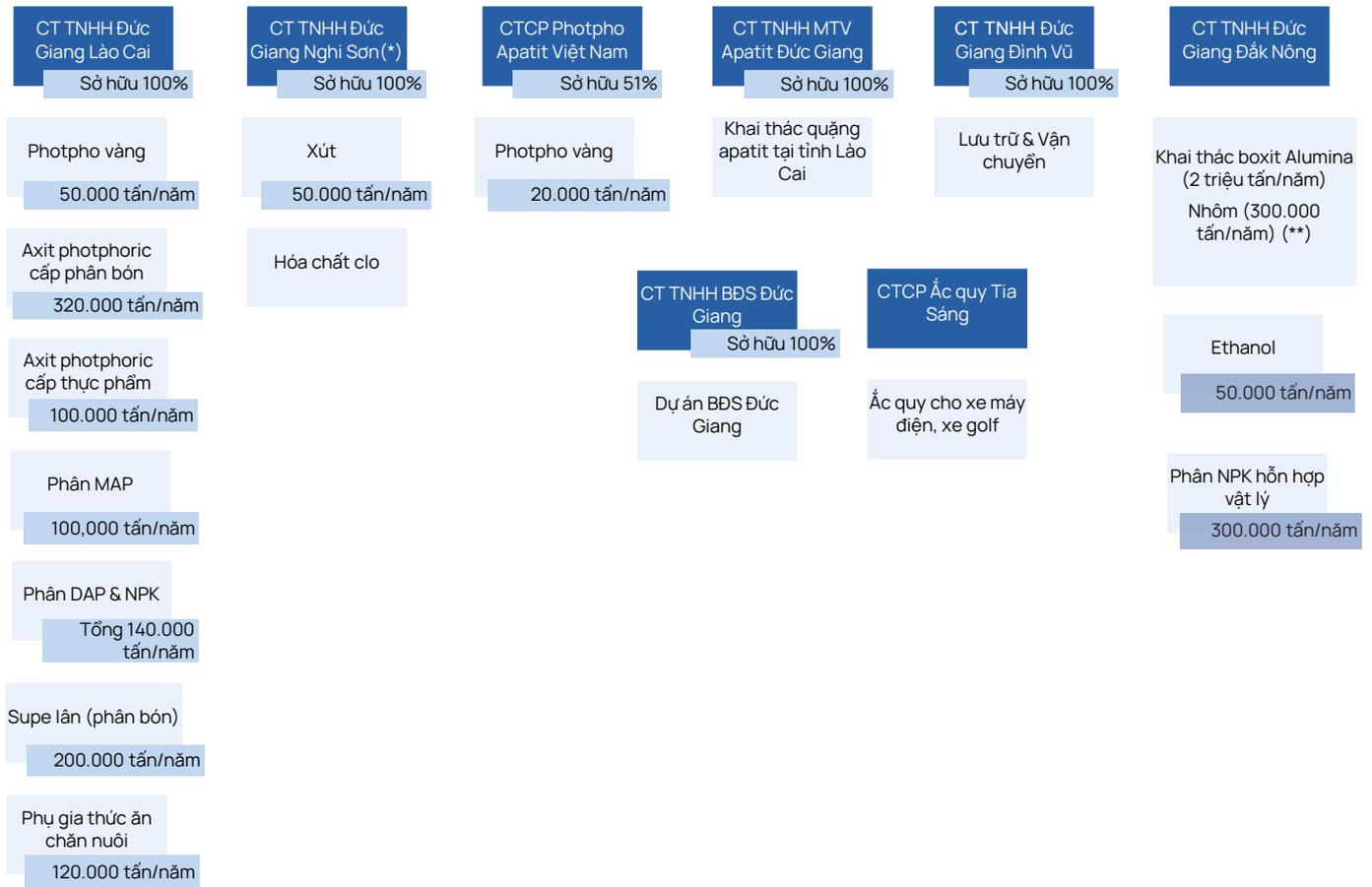
Hình 10: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng, điều chỉnh theo các đợt chia tách cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Phụ lục 1: Năng lực sản xuất và chuỗi giá trị của DGC

Hình 11: Cơ cấu doanh nghiệp của DGC tính đến tháng 4/2023



Nguồn: DGC, Vietcap

Các ô màu xanh đậm đại diện cho các chi nhánh/công ty con

Các ô màu xanh nhạt đại diện cho công suất sản xuất/sản phẩm.

(*) Công suất dự kiến đến năm 2025 theo dự báo của chúng tôi; đang tiến hành xây dựng cơ sở sản xuất.

(**) Công suất dự kiến đến năm 2026; đang xin cấp phép đầu tư.

Phụ lục 2: Cập nhật về các dự án trong tương lai

Hình 12: Các dự án xút-clo và alumina của DGC

	Xút-clo	Alumina
Vốn đầu tư XDCB	100 triệu USD	700 triệu – 1 tỷ USD
Công suất hàng năm	50.000 tấn xút (NaOH) Chất tẩy hóa học	1,2 triệu tấn alumina
Doanh thu hàng năm*	75 triệu USD Đã ghi nhận trong dự báo của Vietcap.	480 triệu USD Chưa ghi nhận trong dự báo của Vietcap.
Tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROIC) trung bình *	15% DGC không có lợi thế lớn về chi phí đối với xút-clo. Hầu hết nguyên liệu đầu vào có nguồn gốc từ mua ngoài.	20% - 25% ROIC alumina của Vinacomin – Tập đoàn thuộc sở hữu nhà nước – đạt 10%. Alumina là mảng kinh doanh sinh lời cao nhất của Vinacomin. DGC tự tin có thể đầu tư, sản xuất với chi phí thấp hơn Vinacomin. Các mỏ bôxít hàng đầu của Việt Nam có lợi thế về chi phí. Quy hoạch tổng thể cho phép các công ty tư nhân tham gia vào ngành, ưu tiên các công ty có năng lực như DGC.
Tiến độ mới nhất	Đang thi công.	DGC đang nộp đơn xin khai thác quặng bôxít và chế biến quặng bôxít thành alumina. Quy trình phê duyệt có thể mất 2 năm. Việc xây dựng phải mất thêm 2 năm. DGC có thể ghi nhận doanh thu từ alumina trong giai đoạn 2028-2029.
Các bước còn lại	Nhập thiết bị; đăng ký giấy phép xây dựng và phòng cháy chữa cháy. Dự kiến vận hành từ quý 2/2026.	DGC dự kiến nâng công suất sản xuất hàng năm của tổ hợp bôxít-alumina-nhôm lên 2 triệu tấn alumina và 500 nghìn tấn nhôm.
Tiềm năng mở rộng	Đã hủy bỏ dự án nhựa PVC. DGC dự kiến sẽ sản xuất photpho trichlorua theo phương trình: $P_4 + 6 Cl_2 \rightarrow 4 PCl_3$	

Nguồn: DGC, Vietcap (* Vietcap ước tính)

Chú giải

Từ viết tắt	Tên kỹ thuật	Tên thông thường	Công thức hóa học	Ứng dụng đáng chú ý
PHOTPHO				
DAP	Photphat		$(\text{NH}_4)_2\text{HPO}_4$	Phân bón, phân bón đầu vào
DCP	Dicanxi photphat		CaHPO_4	Phụ gia thức ăn chăn nuôi
LFP	Liti sắt photphat		LiFePO_4	Cực âm của pin EV
	Liti hexafluorophosphate		LiPF_6	Chất điện phân pin lithium
MAP	Monoamoni photphat		$(\text{NH}_4)(\text{H}_2\text{PO}_4)$	Phân bón, phân bón đầu vào
MCP	Monocanxi photphat		$\text{Ca}(\text{H}_2\text{PO}_4)_2$	Phụ gia thức ăn chăn nuôi
	Axit photphoric	Axit photphoric cấp điện tử	H_3PO_4 ~61% in P_2O_5	Chất bán dẫn, màn hình LCD, mạch điện
TPA	Axit photphoric	Axit photphoric cấp thực phẩm Axit photphoric cấp kỹ thuật Axit photphoric nhiệt	H_3PO_4 ~61% in P_2O_5	Thuốc diệt cỏ, phụ gia nhựa
WPA	Axit photphoric	Axit photphoric trích ly	H_3PO_4	Thực phẩm và đồ uống, hoàn thiện kim loại, tinh chế đường, chất tẩy rửa
MGPA	Axit photphoric	Axit photphoric cấp phân bón Axit photphoric cấp thương mại	~50% in P_2O_5	
	Axit photphorơ		H_3PO_3	Sản xuất phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi Phân bón lỏng
	Photpho	Photpho vàng Photpho trắng	P_4	Sản xuất hợp chất photpho công nghiệp: axit thực phẩm, axit điện tử và khác
	Photpho trichlorua		PCl_3	Sản xuất thuốc trừ sâu, chất chống cháy, chất dẻo
SSP	Supe lân đơn		CaH_2PO_4 , $\text{Ca}(\text{HPO}_4)_2$, CaSO_4	Phân bón, phân bón đầu vào
TSP	Axit sunfuric Supe lân kép		H_2SO_4 , CaH_2PO_4 , $\text{Ca}(\text{HPO}_4)_2$, CaSO_4	Sản xuất phân bón Phân bón, phân bón đầu vào
ETHANOL				
	Ethanol	Cồn	$\text{C}_2\text{H}_5\text{OH}$	Thực phẩm, cồn y tế, xăng
XÚT-CLO				
	Canxi cacbonat	Đá vôi	CaCO_3	Sản xuất VLXD và nhựa
	Canxi hypoclorit	Bột tẩy	$\text{Ca}(\text{ClO})_2$	Tẩy trắng bột giấy, chất tẩy trắng
	Clorua		Cl_2	Sản xuất hợp chất clo Chất khử trùng
PAC	Axit clohydric		HCl	
PVC	Polyalumin clorua		$(\text{Al}_2(\text{OH})_n\text{Cl}_{6-n})_m$	Xử lý nước
	Polyvinyl clorua	Nhựa PVC	$(\text{C}_2\text{H}_3\text{Cl})_n$	Ống, cáp điện, xây dựng
	Natri benzensulfochloramin	Chloramin B	$\text{C}_6\text{H}_5\text{SO}_2\text{NCIN}$ $a.3\text{H}_2\text{O}$	Chất khử trùng
	Natri clorua	Muối công nghiệp	NaCl >90% in NaCl	Đầu vào điện phân xút-clo
	Natri hydroxit	Xút	NaOH	Giấy, dệt nhuộm, nhôm, xử lý nước...
	Natri hypoclorit & Natri clorua	Thuốc tẩy Nước Javel	NaClO & NaCl	Tẩy rửa
BOXIT-NHÔM				
	Boxit			Đầu vào cho sản xuất alumina
	Alumina		Al_2O_3	Đầu vào cho sản xuất nhôm
	Nhôm		Al	Ô tô, năng lượng, lon nước giải khát

Nguồn: Vietcap tổng hợp

Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	9.865	11.059	13.501	15.994
Giá vốn hàng bán	-6.367	-7.224	-9.187	-10.973
Lợi nhuận gộp	3.499	3.835	4.313	5.022
Chi phí bán hàng	-495	-449	-577	-697
Chi phí quản lý DN	-171	-201	-243	-291
LN từ HĐKD	2.833	3.185	3.493	4.034
Thu nhập tài chính	649	708	784	892
Chi phí tài chính	-68	-63	-69	-76
Trong đó, chi phí lãi vay	-21	-30	-30	-31
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-17	0	0	0
LNTT	3.397	3.829	4.208	4.850
Thuế TNDN	-287	-459	-303	-415
LNST trước CĐTS	3.110	3.370	3.905	4.435
Lợi ích CĐTS	-121	-168	-195	-222
LNST sau CĐTS, báo cáo	2.989	3.201	3.710	4.213
LNST sau CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	2.787	3.009	3.487	3.547
EBITDA	3.211	3.600	4.044	4.632
EPS báo cáo, VND	7.870	8.428	9.768	11.093
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	7.338	7.923	9.182	9.340
EPS pha loãng ⁽¹⁾ , VND	7.338	7.923	9.182	9.340
DPS, VND	3.000	3.000	2.900	3.300
DPS/EPS (%)	38%	36%	30%	30%

⁽¹⁾ Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	1,2%	12,1%	22,1%	18,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-0,4%	12,4%	9,7%	15,5%
Tăng trưởng LNTT	-2,5%	12,7%	9,9%	15,3%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh*	-4,4%	8,0%	15,9%	1,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	35,5%	34,7%	31,9%	31,4%
Biên LN từ HĐKD	28,7%	28,8%	25,9%	25,2%
Biên EBITDA	32,5%	32,5%	30,0%	29,0%
Biên LN ròng, báo cáo	30,3%	28,9%	27,5%	26,3%
ROE	23,2%	21,9%	22,1%	21,8%
ROA	19,0%	19,1%	19,6%	19,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	52,7	49,9	44,7	45,9
Số ngày phải thu	39,0	33,7	31,8	32,3
Số ngày phải trả	14,1	15,4	13,2	13,8
TG luân chuyển tiền	77,6	68,1	63,3	64,4
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	6,2	6,7	6,8	7,3
CS thanh toán nhanh	5,7	6,2	6,2	6,7
CS thanh toán tiền mặt	5,2	5,7	5,7	6,2
Nợ/Tài sản	0,1	0,0	0,0	0,0
Nợ/Vốn sử dụng	0,1	0,1	0,0	0,0
Nợ/Vốn CSH	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Khả năng thanh toán lãi vay	134,2	104,6	114,6	130,4

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	130	724	1.273	3.260
Đầu tư TC ngắn hạn	10.556	11.000	12.000	13.000
Các khoản phải thu	980	1.060	1.295	1.534
Hàng tồn kho	985	990	1.259	1.503
TS ngắn hạn khác	50	76	93	110
Tổng TS ngắn hạn	12.700	13.850	15.919	19.407
TS dài hạn (gộp)	5.393	6.708	7.802	7.914
- Khấu hao lũy kế	-2.898	-3.313	-3.863	-4.461
TS dài hạn (ròng)	2.495	3.395	3.939	3.453
Đầu tư TC dài hạn	161	161	161	161
TS dài hạn khác	464	223	272	323
Tổng TS dài hạn	3.120	3.779	4.373	3.937
Tổng Tài sản	15.820	17.629	20.291	23.344
Phải trả ngắn hạn	313	297	389	461
Nợ ngắn hạn	864	877	866	902
Nợ ngắn hạn khác	875	885	1.080	1.280
Tổng nợ ngắn hạn	2.052	2.058	2.334	2.642
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	67	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	67	0	0	0
Tổng nợ	2.119	2.059	2.335	2.642
CP ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.798	3.798	3.798	3.798
Thặng dư vốn CP	1.787	1.787	1.787	1.787
Lợi nhuận giữ lại	7.205	9.075	11.461	14.206
Vốn khác	911	911	911	911
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	13.701	15.570	17.956	20.701
Tổng cộng nguồn vốn	15.820	17.629	20.291	23.344
Số CP lưu hành cuối năm, (tr)	379,8	379,8	379,8	379,8
Số CP quỹ (tr)	0,0	0,0	0,0	0,0

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	1.061	130	724	1.273
Thu nhập ròng	2.989	3.201	3.710	4.213
Khấu hao	378	415	550	598
Thay đổi vốn lưu động	-926	-118	-233	-229
Điều chỉnh khác	499	-18	-272	-303
Tiền từ hoạt động KD	2.939	3.480	3.756	4.279
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-339	-1.315	-1.095	-112
Đầu tư	-674	-444	-1.000	-1.000
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.014	-1.759	-2.095	-1.112
Cổ tức đã trả	-2.389	-1.139	-1.101	-1.215
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-464	13	-11	36
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-3	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-2.857	-1.127	-1.112	-1.180
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-931	594	549	1.988
Tiền cuối năm	130	724	1.273	3.260

Nguồn: DGC, dự báo của Vietcap. Lưu ý: *Điều chỉnh theo dự án BĐS một lần.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Ví mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thủy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Nguyễn Thị Ngọc Hân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.